SR Research Report
2014/12/19

エヌ・ティ・ティ都市開発（8933）

当レポートは、掲載企業のご依頼により弊社が作成したものです。投資家用の各企業の『取扱説明書』を提供することを目的としています。正確で客観性・中立性を重視した分析を行うべく、弊社ではあらゆる努力を尽くしています。中立的でない見解の場合は、その見解の出所を常に明示します。例えば、経営側により示された見解は常に企業の見解として、弊社による見解は弊社見解として提示されます。弊社の目的は情報を提供することであり、何かについて説得したり影響を与えたりする意図は持ち合わせておりません。ご意見等がございましたら、sr_inquiries@sharedresearch.jp までメールをお寄せください。ブルームバーグ端末経由でも受け付けております。

目次

要約 3
主要経営指標の推移 4
直近更新内容 5
　概 略 5
業績動向 6
　四半期実績推移 6
　今期会社計画 10
　中長期展望 13
事業内容 18
　事業概要 18
　事業セグメント 19
　不動産賃貸事業 20
　分譲事業 30
　SW（Strengths, Weaknesses）分析 34
　市場とバリューチェーン 37
過去の業績 47
　損益計算書 50
　貸借対照表 57
　キャッシュフロー計算書 59
その他情報 61
　沿革 61
　大株主 63
　株主還元 64
　トップ経営者 64
　主要物件 65
企業概要 66

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

要約

NTT グループの不動産会社として設立、不動産賃貸事業が主力

- 同社は、NTTグループの総合不動産会社として、1986年に設立された。設立時にNTT社の保有する土地・建物の現物出資を受け、NTTグループの複数の不動産会社を吸収合併し、資産規模を拡大した。そのため、同社は簿価が時価を大きく下回る物件を多く所有する。2014年3月期末の含み益は404,100百万円であった。
- 設立から1990年代にかけて、主にNTT社から現物出資で取得した簿価の低い不動産の開発および再開発を続けることで、同社は自社の不動産を拡大した。2006年以降は、同社が新たに不動産を取得し、開発もしくは再開発を行なっている。
- 不動産賃貸事業（2014年3月期営業利益構成比73.2%）および分譲事業（同22.1%）を主な事業としている。事業ポートフォリオの分散から、海外事業の展開も進めている。
- 不動産事業では、東京有数のビジネス街である大手町に主力物件を有すること、地方都市を中心に中規模オフィスビルを多数有すること、NTTグループ企業が主力テナントであることに特徴がある。大手町については、1990年代に竣工した同社のオフィスビルは、築年数の経過と周辺の再開発ビルの竣工により、競争力が低下しつつあるとSR社は考える。また、NTTグループは経営効率化と社員数の減少が進んでいることから、オフィススペースを縮小する傾向にあり、同社の中期的な業績懸念要因となる可能性がある。
- 中期的な業績は、新規ビルの竣工予定、空室率、賃料に影響を受ける。新規のオフィスビルとして、2015年2月の品川シーズンテラス、日本橋二丁目計画、銀座一丁目計画の竣工が予定されている。

業績動向

- 2015年３月期の業績見通しについては、営業収益153,000百万円（前期比19.1%減）、営業利益23,000百万円（同24.5%減）、経常利益18,500百万円（同25.6%減）、当期純利益10,000百万円（同11.8%減）を見込んでいる。主力の不動産賃貸事業で営業利益23,100百万円（同15.0%減）を見込む他、分譲事業においては営業利益4,200百万円（同48.9%減）の見込みとしている。
- 2019年3月期に営業利益30,000百万円を目指す。中期ビジョンでは、オフィス事業において、従来型の長期保有を前提とした開発から販売型の開発へシフトするとともに、他社との協業、商業・住宅事業などの複合開発、地域再開発事業への参画などを通じ収益向上を目指す。また、分譲事業においては、販売戸数重視の戦略から利益重視の戦略に移行する方針である。

同社の強みと弱み

SR 社の考える同社の強みは、NTT グループであること、好立地に優良物件を所有していること、多大な含み益を抱えることである。また、同社の弱みは、収益が不動産賃貸事業、主要ビルに集中していること、NTT グループの社員数は減少が続くこと、地方物件が多いことにある（後述の「SW（Strengths & Weaknesses）分析」の項参照）。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要経営指標の推移

損益計算書（百万円）	07年3月期 連結	08年3月期 連結	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結	15年3月期 会予
売上高	**128,215**	**138,206**	**144,277**	**149,224**	**145,693**	**136,842**	**163,168**	**189,186**	**153,000**
前年比	15.7%	7.8%	4.4%	3.4%	-2.4%	-6.1%	19.2%	15.9%	-19.1%
売上総利益	**36,433**	**42,163**	**40,017**	**33,401**	**41,251**	**40,409**	**46,004**	**52,666**	
前年比	12.5%	15.7%	-5.1%	-16.5%	23.5%	-2.0%	13.8%	14.5%	
売上総利益率	28.4%	30.5%	27.7%	22.4%	28.3%	29.5%	28.2%	27.8%	
営業利益	**25,091**	**28,718**	**25,244**	**16,129**	**24,324**	**25,365**	**27,401**	**30,458**	**23,000**
前年比	15.5%	14.5%	-12.1%	-36.1%	50.8%	4.3%	8.0%	11.2%	-24.5%
営業利益率	19.6%	20.8%	17.5%	10.8%	16.7%	18.5%	16.8%	16.1%	15.0%
経常利益	**22,938**	**29,196**	**19,504**	**10,215**	**18,554**	**19,229**	**22,016**	**24,865**	**18,500**
前年比	25.0%	27.3%	-33.2%	-47.6%	81.6%	3.6%	14.5%	12.9%	-25.6%
経常利益率	17.9%	21.1%	13.5%	6.8%	12.7%	14.1%	13.5%	13.1%	12.1%
当期純利益	**12,995**	**14,758**	**15,989**	**6,116**	**9,307**	**15,586**	**12,073**	**11,343**	**10,000**
前年比	14.0%	13.6%	8.3%	-61.7%	52.2%	67.5%	-22.5%	-6.0%	-11.8%
利益率	10.1%	10.7%	11.1%	4.1%	6.4%	11.4%	7.4%	6.0%	6.5%
一株当たりデータ（円、株式分割調整後）									
期末発行済株式数（千株）	658	3,291	3,291	3,291	3,291	3,291	3,291	329,120	
EPS（円）	34.4	39.5	48.6	18.6	28.3	47.4	36.7	34.5	30.4
EPS（潜在株式調整後）（円）	-	-	-	-	-	-	-	-	
DPS（円）	10.0	10.0	12.0	12.0	12.0	14.0	16.0	16.0	16.0
BPS（円）	352	380	450	456	473	504	535	564	
貸借対照表 （百万円）									
現金・預金・有価証券	2,057	9,577	8,954	9,601	10,270	9,924	12,148	18,313	
流動資産合計	**94,853**	**150,037**	**148,447**	**125,200**	**113,762**	**129,941**	**131,843**	**125,351**	
有形固定資産	434,753	709,370	745,127	745,870	745,265	748,763	760,907	811,035	
投資その他の資産計	50,538	39,099	39,737	42,238	46,495	45,269	42,544	43,692	
無形固定資産	1,703	1,817	3,338	3,416	4,969	4,562	5,756	5,427	
資産合計	**581,848**	**900,325**	**936,650**	**916,725**	**910,492**	**928,537**	**941,050**	**985,507**	
買掛金	21,714	28,139	9,052	6,287	8,083	13,175	10,742	11,850	
短期有利子負債	7,842	0	25,798	-	-	-	10,321	473	
流動負債合計	**96,156**	**127,406**	**116,772**	**84,973**	**104,822**	**88,727**	**177,439**	**101,021**	
長期有利子負債	216,673	296,482	331,003	329,163	295,102	318,389	292,533	348,400	
固定負債合計	**360,522**	**594,949**	**636,284**	**646,213**	**614,886**	**636,082**	**549,775**	**655,893**	
負債合計	**456,679**	**722,356**	**753,056**	**731,187**	**719,709**	**724,810**	**727,215**	**756,915**	
純資産合計	**125,169**	**177,969**	**183,593**	**185,537**	**190,783**	**203,727**	**213,835**	**228,591**	
有利子負債（短期及び長期）	293,068	441,846	511,074	491,681	487,777	505,803	505,989	507,252	
キャッシュフロー計算書 （百万円）									
営業活動によるキャッシュフロー	-5,076	5,700	-12,091	35,168	40,417	3,704	48,089	51,870	
投資活動によるキャッシュフロー	-32,995	-77,893	-57,397	6,695	-28,257	-23,033	-39,885	-37,962	
財務活動によるキャッシュフロー	20,823	85,038	63,079	-30,028	-14,641	12,650	-6,660	-8,656	
財務指標									
総資産利益率（ＲＯＡ）	2.2%	2.0%	1.7%	0.7%	1.0%	1.7%	1.3%	1.2%	
自己資本純利益率（ＲＯＥ）	10.4%	11.3%	11.2%	4.1%	6.1%	9.7%	5.8%	5.1%	
純資産比率	21.5%	19.8%	19.6%	20.2%	21.0%	21.9%	22.7%	23.2%	

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

直近更新内容

概 略

本レポートをもって、株式会社シェアードリサーチはエヌ・ティ・ティ都市開発のカバレッジを開始する。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

業績動向

四半期実績推移

四半期業績推移	14年3月期				15年3月期				15年3月期	
（百万円）	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	（達成率）	通期会予
営業収益	40,350	41,661	48,278	58,897	36,272	38,107			48.6%	153,000
前期比	-2.7%	11.1%	62.5%	8.1%	-10.1%	-8.5%				-19.1%
営業総利益	14,749	11,944	13,498	12,475	10,244	11,115				
前期比	3.7%	3.5%	42.9%	15.5%	-30.5%	-6.9%				
営業総利益率	36.6%	28.7%	28.0%	21.2%	28.2%	29.2%				
販管費	4,265	4,608	5,382	7,952	3,999	4,090				
前期比	10.3%	18.2%	50.7%	9.4%	-6.2%	-11.2%				
売上高販管費比率	10.6%	11.1%	11.1%	13.5%	11.0%	10.7%				
営業利益	10,483	7,337	8,115	4,523	6,245	7,025			57.7%	23,000
前期比	1.2%	-3.9%	38.1%	28.0%	-40.4%	-4.3%				-24.5%
営業利益率	26.0%	17.6%	16.8%	7.7%	17.2%	18.4%				15.0%
経常利益	9,243	5,394	6,884	3,344	5,217	5,925			60.2%	18,500
前期比	1.5%	-12.5%	54.1%	46.5%	-43.6%	9.8%				-25.6%
経常利益率	22.9%	12.9%	14.3%	5.7%	14.4%	15.5%				12.1%
四半期純利益	5,658	3,180	8,899	-6,394	3,513	3,446			69.6%	10,000
前期比	-5.4%	-10.3%	310.1%	-	-37.9%	8.4%				-11.8%
四半期純利益率	14.0%	7.6%	18.4%	-	9.7%	9.0%				6.5%

出所：会社データよりSR社作成
*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015 年 3 月期第 2 四半期実績

2015 年 3 月期第 2 四半期累計期間の業績は、営業収益 74,379 百万円（前年同期比 7,631 百万円減、9.3%減）、営業利益 13,270 百万円（同 4,550 百万円減、25.5%減）、経常利益 11,142 百万円（同 3,495 百万円減、23.9%減）、四半期純利益 6,959 百万円（同 1,879 百万円減、21.3%減）となった。

セグメント別の状況は、以下の通りである。

不動産賃貸事業
営業収益 43,613 百万円（前年同期比 9,725 百万円減、18.2%減）、営業費用 31,585 百万円（同 4,596 百万円減、12.7%減）、営業利益 12,028 百万円（同 5,129 百万円減、29.9%減）となった。物件売却収入が前年同期に比べ縮小したことなどにより減収減益となった。

営業収益の前年同期比 9,725 百万円減の内訳は、「265 Strand」（英国ロンドン市）、「レソラサウステラス」（福岡県福岡市）等の前期に取得・竣工した物件の賃料収入等が 200 百万円の増収要因となった。一方、既存物件の空室率上昇による賃料収入の減少などが 2,200 百万円（内訳は賃料減 500 百万円、空室増 1,100 百万円、その他 500 百万円）の減収要因となった他、前年第 1 四半期のアーバンネット入船ビルなど 4 物件の売却収入がなくなったことな

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

どにより、7,300 百万円の減収要因となった。

営業利益の前年同期比 5,129 百万円減の内訳は、新規物件の賃料収入等が 200 百万円の増益要因となったが、物件売却収入の減少が 3,900 百万円、既存事業の減収が 1,400 百万円の減益要因となった。

オフィスビルの空室率は、都心５区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区、以下同様）では、2014 年 6 月末の 6.8%から、2014 年 9 月末は 5.9%となり、全国ベースでは 2014 年 6 月末の 8.1%から、2014 年 9 月末は 8.3%となった。

賃料については、概ね底打ちしているものの、一部賃料値下げとなったケースもあり、減収減益要因となった（昨年度の値下げの通年化影響も含む）。同社によれば、従来は同一地域内のオフィスビル賃料と比較して、高いオフィスビル賃料を設定していたが、賃料更改時及び新規テナントに対して同一地域内におけるレントギャップが縮小する傾向にあるという。

分譲事業

営業収益 25,074 百万円（前年同期比 2,597 百万円増、11.6%増）、営業費用 21,913 百万円（同 2,246 百万円増、11.4%増）、営業利益 3,160 百万円（同 351 百万円増、12.5%増）となった。マンションの引渡戸数の増加等により、前年同期比で増収増益となった。

営業収益の前年同期比 2,597 百万円増加の内訳は、マンションの引渡戸数が 527 戸（前年同期比 132 戸増、33.4%増）となったことにより、4,100 百万円の増収要因となった。一方、宅地分譲等は、引渡数 31 区画（前年同期比 16 区画増、106.7%増）となったものの、金額ベースでは 1,500 百万円の減収要因となった。

営業利益の前年同期比 351 百万円増の内訳は、マンションの引渡戸数増加が 700 百万円の増益要因となったが、宅地分譲の減収が 500 百万円の減益要因となったことによる。

マンションの戸当たり単価は 46 百万円と前年同期の 51 百万円から低下した。第 1 四半期は前期末に契約完了した高額物件の一部が引渡されたことに伴い、単価が上昇したが、第 2 四半期には郊外物件の販売が増加した。

当第２四半期連結累計期間においては、過年度竣工物件を中心に 527 戸のマンションの引渡しを行った。また、当第２四半期連結累計期間には、新たにウェリス南流山（千葉県流山市）、ウェリス西宮北口コンフュール林田（兵庫県西宮市）等の販売を開始した。宅地・戸建分譲については、当第２四半期連結累計期間にウェリスパーク新宮杜の宮（福岡県糟屋郡）等の引渡しを行った。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他
営業収益 8,031 百万円（前年同期比 647 百万円減、7.5%減）、営業利益 634 百万円（同 138 百万円減、18.0%減）となった。

2015 年 3 月期第 1 四半期実績

2015 年 3 月期第 1 四半期の業績は、営業収益 36,272 百万円（前年同期比 4,078 百万円減、10.1%減）、営業利益 6,245 百万円（同 4,238 百万円減、40.4%減）、経常利益 5,217 百万円（同 4,025 百万円減、43.6%減）、四半期純利益 3,513 百万円（同 2,145 百万円減、37.9%減）となった。

セグメント別の状況は、以下の通りである。

不動産賃貸事業
営業収益 21,151 百万円（前年同期比 9,466 百万円減、30.9%減）、営業費用 15,268 百万円（同 4,403 百万円減、22.4%減）、営業利益 5,883 百万円（同 5,062 百万円減、46.3%減）となった。

営業収益の前年同期比 9,466 百万円減の内訳は、「265 Strand」（英国ロンドン市）、「レソラサウステラス」（福岡県福岡市）等の前期に取得・竣工した物件の賃料収入等が 200 百万円の増収要因となった。一方、既存物件の空室率上昇による賃料収入の減少などが 1,100 百万円の減収要因となった他、前年同期のアーバンネット入船ビルなど 4 物件の売却収入がなくなったことなどにより、8,500 百万円の減収要因となった。

営業利益の前年同期比 5,062 百万円減の内訳は、営業収益が前年同期比 9,466 百万円減少した一方、物件売却と既存物件の原価および販管費の減少などにより、営業費用が 4,403 百万円減少したことによる。

オフィスビルの空室率は、都心５区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区、以下同様）では、2014 年３月末の 6.4%から、2014 年６月末は 6.8%となり、全国ベースでは 2014 年３月末の 7.4%から、2014 年６月末は 8.1%となった。当第 1 四半期において、テナントの退去は想定通りに推移した。また、想定より早期に入居したテナントがあり、結果として、第 1 四半期末の空室率は当初会社予想を下回った模様。空室率の状況に関して、同社によれば、都心 5 区については、後継テナントが見えている状況だが、全国については、一部に空室の大きい物件があるとしている。

賃料については、賃料更改時において賃料値下げとなるケースが減少している一方、賃上げに応じるテナントは多くない。その結果、前期に行った賃料値下げの通期化の影響により、当第 1 四半期において、既存物件からの賃料は減収となった。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

分譲事業

営業収益 12,883 百万円（前年同期比 5,502 百万円増、74.6%増）、営業費用 11,362 百万円（同 4,798 百万円増、73.1%増）、営業利益 1,520 百万円（同 704 百万円増、86.3%増）となった。マンションの引渡戸数の増加や販売単価の上昇等により、前年同期比で増収増益となった。

営業収益の前年同期比 5,502 百万円増加の内訳は、マンションの引渡戸数が 220 戸（前年同期比 94 戸増、74.6%増）となったことに加え、前期末に契約完了した高額物件の一部が当第 1 四半期に引渡されたことに伴う単価の上昇などにより、7,200 百万円の増収要因となった。一方、宅地分譲等は、引渡数 5 区画（前年同期比 5 区画減、50.0%減）となった他、前年同期に比べ、小規模の売却であったことなどにより、1,700 百万円の減収要因となった。

営業利益の前年同期比 704 百万円増の内訳は、営業収益が前年同期比で 5,502 百万円増加した一方、マンション原価および販管費が前年同期比で増加したことなどにより、営業費用が前年同期比 4,700 百万円増加したことによる。

当第 1 四半期のマンション分譲に関しては、過年度竣工物件を中心に 220 戸のマンションの引渡しを行った。また、新たにウェリス門戸厄神（兵庫県西宮市）等の販売を開始した。宅地・戸建分譲については、ウェリスパーク新宮杜の宮（福岡県糟屋郡）等の引渡しを行った。同社によれば、通期計画 1,200 戸に対する契約戸数は 786 戸（契約進捗率 65.5%）と販売は堅調に推移しているという。

その他

営業収益 3,340 百万円（前年同期比 190 百万円減、5.4%減）、営業利益 186 百万円（同 17 百万円減、8.7%減）となった。受託収入の減少等により、減収減益となった。

過去の四半期実績と通期実績は、過去の財務諸表へ

 Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

今期会社計画

（百万円）	14年3月期 上期実績	14年3月期 下期実績	14年3月期 通期実績	15年3月期 上期実績	15年3月期 下期会予	15年3月期 通期会予
営業収益	**82,011**	**107,175**	**189,186**	**74,379**	**78,621**	**153,000**
営業原価	55,317	81,202	136,519	53,019		
営業総利益	**26,693**	**25,973**	**52,666**	**21,359**		
営業総利益率	32.5%	24.2%	27.8%	28.7%		
販売費及び一般管理費	8,873	13,334	22,207	8,089		
営業収益販管費比率	10.8%	12.4%	11.7%	10.9%		
営業利益	**17,820**	**12,638**	**30,458**	**13,270**	**9,730**	**23,000**
営業利益率	21.7%	11.8%	16.1%	17.8%	12.4%	15.0%
経常利益	**14,637**	**10,228**	**24,865**	**11,142**	**7,358**	**18,500**
経常利益率	17.8%	9.5%	13.1%	15.0%	9.4%	12.1%
当期純利益	**8,838**	**2,505**	**11,343**	**6,959**	**3,041**	**10,000**
純利益率	10.8%	2.3%	6.0%	9.4%	3.9%	6.5%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

15年3月期予想（セグメント別）（百万円）	14年3月期 通期実績	15年3月期 通期会予	前年比
営業収益	**189,186**	**153,000**	**-19.1%**
不動産賃貸事業	96,595	90,300	-6.5%
分譲事業	79,537	50,500	-36.5%
その他	18,532	16,800	-9.3%
営業利益	**30,458**	**23,000**	**-24.5%**
不動産賃貸事業	27,189	23,100	-15.0%
分譲事業	8,222	4,200	-48.9%
その他	1,729	1,700	-1.7%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2015 年 3 月期の業績見通しについて、同社は期初に、営業収益 153,000 百万円（前期比 19.1%減）、営業利益 23,000 百万円（同 24.5%減）、経常利益 18,500 百万円（同 25.6%減）、当期純利益 10,000 百万円（同 11.8%減）を見込んでいた。

2015 年 3 月期第 2 四半期決算発表に併せて、2015 年 3 月期通期予想の上方修正を発表。私募ファンド組成に伴う物件売却を予定していることを踏まえ、前回予想と比較し、売上高を 5,000 百万円、営業利益を 3,000 百万円、経常利益を 4,000 百万円、当期純利益を 2,000 百万円増額修正した。また、新たな物件の取得・開発や投資等のため、投資額を前回予想から 40,000 百万円引上げ、100,000 百万円とした。

2015 年 3 月期の連結セグメント業績の見通しは、以下の通りである。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業

営業収益 90,300 百万円（前期比 6.5%減）、営業利益 23,100 百万円（同 15.0%減）を見込む。

賃貸オフィス市況は、リーマンショック以降のオフィスビルの空室率が改善傾向にあり、賃料水準が改善する想定としている。同社の既存ビルの空室率想定は都心 5 区 3%前後（前期末は 6.4%）、全国は 7%前後（同 7.4%）と改善を見込んでいる。

空室率は、都心 5 区では、2014 年 6 月末の 6.8%から、2014 年 9 月末は 5.9%となり、全国ベースでは 2014 年 6 月末の 8.1%から、2014 年 9 月末は 8.3%となり、都心 5 区では改善がみられた。同社によれば、2013 年 7 月以降、営業の体制・陣容を拡充する一方、トップセールスやアカウントマネジメントの強化、プロジェクト管理の明確化等を図ったという。このような営業力強化の取り組み、オフィス需給の改善、同一地域内のオフィスビルを意識した賃料設定などが 2015 年 3 月期末に向けた空室率の改善に繋がるとしている。

ただし、2015 年 3 月期において、下期に向けて空室率が改善するもののフリーレントの影響が残ること、同一地域内のオフィスビルとのレントギャップ平準化の影響により、既存物件は減収減益の見込みとしている。

物件売却に関して、2014 年 3 月期には国内物件売却に伴う営業利益 4,500 百万円を計上したが、2015 年 3 月期は、物件売却に伴う営業利益 3,000 百万円を見込んでいる。また、品川シーズンテラスの開業費 1,000 百万円が計上される予定である。

営業収益は、新規物件が 800 百万円の増収要因となるものの、既存物件が 3,400 百万円、物件売却等が 3,600 百万円の減収要因となる。増減要因の合計で 7,000 百万円の減収見込みとしている。売上総利益は、新規物件はほとんど影響なく、既存契約で 1,900 百万円、物件売却等の影響が 1,700 百万円の減益要因となり、売上総利益の増減要因合計で 3,600 百万円の減益を見込む。また、販管費が前年同期比で 300 百万円増加する計画であり、営業利益は前年同期比で 4,000 百万円の減益が予想されている。なお、2015 年 3 月期第 2 四半期決算発表に併せ、通期業績予想を修正し、前回予想比で営業収益を 5,000 百万円、営業利益を 3,000 百万円上方修正している。

NOI については物件売却益を含んだベースで 2015 年 3 月期は 52,000 百万円（前期比 7.3%減）となる見込みである。NOI の前期比 4,000 百万円減少の内訳は、新規物件で 300 百万円の増益を見込むものの、既存物件で 3,000 百万円、物件売却等影響で 1,800 百万円の減益要因が予想されている。また、都心 5 区の NOI は約 6,000 百万円減少する計画としている。なお、2014 年 3 月期の物件売却益を除いたベースの NOI は 2014 年 3 月期は 47,633 百万円であり、2015 年 3 月期は前期比 1,400 百万円の増加を見込んでいる。

NOI（営業純利益）：不動産賃貸収入-不動産賃貸原価+減価償却費（長期前払費用含む）

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

分譲事業

営業収益 50,500 百万円（前期比 36.5%減）、営業利益 4,200 百万円（同 48.9%減）を見込む。

引渡戸数は 1,200 戸（前期比 223 戸減、15.7%減）を計画している。前期と比較すると郊外物件が多く、引渡戸数と販売単価がそれぞれ下がる見込みとしている。戸当り単価は 42 百万円（前期は 52 百万円）を想定している。分譲マンション販売に加え、NTT グループと連携した高齢者向け賃貸住宅事業などの提供を通じ、事業の強化・拡大に取り組む。

なお、同社は 2015 年 3 月期決算説明会において、マンション販売戸数は通期計画 1,200 戸に対して、契約戸数が 904 戸（契約進捗率 75.3%）と概ね堅調に推移しているコメントした。

その他

不動産賃貸事業に関連したテナント要望によるオフィスの内装工事など、グループ子会社を中心とした事業の拡大に取り組む。

投資

2015 年 3 月期の投資は、100,000 百万円を予定している。内訳は、品川シーズンテラスで 26,000 百万円、建築中の日本橋二丁目計画、銀座一丁目計画はそれぞれ 2,000～3,000 百万円、目白 2 丁目プロジェクトは 2,000 百万円の予定である。大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業は、建築の進行に応じて現金を支払う契約となっており、2015 年 3 月期は 1,700 百万円の投資を行う。また、国内・海外で収益物件等の取得に充てるために百数十億円の投資枠を持っている。また、大型案件に対し、40,000 百万円の投資を行う予定である。

過去の会社予想と実績の差異

期初会社予想と実績（百万円）	07年3月期 連結	08年3月期 連結	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
売上高（期初予想）	123,000	138,000	147,000	151,000	141,000	144,000	155,000	179,000
売上高（実績）	128,215	138,206	144,277	149,224	145,693	136,842	163,168	189,186
期初会予と実績の格差	**4.2%**	**0.1%**	**-1.9%**	**-1.2%**	**3.3%**	**-5.0%**	**5.3%**	**5.7%**
営業利益（期初予想）	-	28,000	34,500	28,500	24,000	24,500	26,000	27,500
営業利益（実績）	-	28,718	25,244	16,129	24,324	25,365	27,401	30,458
期初会予と実績の格差	-	**2.6%**	**-26.8%**	**-43.4%**	**1.4%**	**3.5%**	**5.4%**	**10.8%**
経常利益（期初予想）	21,500	24,500	28,500	21,500	18,000	18,700	19,800	22,100
経常利益（実績）	22,938	29,196	19,504	10,215	18,554	19,229	22,016	24,865
期初会予と実績の格差	**6.7%**	**19.2%**	**-31.6%**	**-52.5%**	**3.1%**	**2.8%**	**11.2%**	**12.5%**
当期利益（期初予想）	12,000	14,000	15,000	12,000	9,000	9,500	10,400	11,500
当期利益（実績）	12,995	14,758	15,989	6,116	9,307	15,586	12,073	11,343
期初会予と実績の格差	**8.3%**	**5.4%**	**6.6%**	**-49.0%**	**3.4%**	**64.1%**	**16.1%**	**-1.4%**

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

中長期展望

中期ビジョンの骨子

2013 年 5 月、同社は「中期ビジョン 2018 ～さらなる成長をめざして～」を発表した。同中期ビジョンでは、今後の成長に向け、2 段階のステージで成長戦略を設定し、ステージ 1 は最初の 3 年間（2014 年 3 月期から 2016 年 3 月期）で将来の成長に向けた事業基盤の強化・拡大に努め、2016 年 3 月期に営業利益 30,000 百万円（不動産賃貸事業：28,000 百万円、分譲事業：5,000 百万円）を目標とし、ステージ 2 は後半の 3 年間（2017 年 3 月期から 2019 年 3 月期）でさらなる成長により、2019 年 3 月期の営業利益 40,000 百万円水準を目指すものであった。

2014 年 11 月、同社は、建設コストの上昇や首都圏を中心とした土地・物件価格の上昇などの市場環境の変化を踏まえ、「中期ビジョン 2018」の修正を発表した。

業績目標

修正後の同ビジョンでは、2016 年 3 月期～2018 年 3 月期の営業収益を 160,000～190,000 百万円、営業利益 25,000～26,000 百万円、2019 年 3 月期の営業収益 200,000 百万円、営業利益 30,000 百万円を目標とする（営業収益及び営業利益には売却収益及び売却利益を含む）。

同社によれば、「中期ビジョン 2018」の修正に関して、基本方針に変更はないが、都心を中心とした新規Ａクラスビルの開発ラッシュの継続、建設コスト及び首都圏を中心とした土地・物件価格の上昇等の環境変化に対応するため、各事業の戦略の深堀りを行ったとしている。

中期ビジョン2018の業績目標（百万円）	15年3月期 会社予想	16年3月期 目標	17年3月期 目標	18年3月期 目標	19年3月期 目標
営業収益	153,000	160,000～190,000			200,000
営業利益	23,000	25,000～26,000			30,000

出所：同社資料よりSR社作成

投資計画

投資額（販売型事業に係る棚卸投資を含む）は、2015 年 3 月期から 2019 年 3 月期の 5 年間に総額 360,000 百万円程度とする。修正前の中期ビジョンから 20,000 百万円程度増額された。内訳としては、複合開発に 80,000 百万円、ホテル事業に 40,000 百万円、都心オフィス事業に 100,000 百万円、賃貸レジデンス事業及びサービス付き高齢者向け住宅に 10,000 百万円、暫定活用物件・管理資産の開発等に 30,000～40,000 百万円、リニューア

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

ル投資に 40,000 百万円、グローバル事業に 60,000 百万円の投資を行う計画である。また、マンション用地の仕入れは年間 20,000 百万円程度とする。

有利子負債のコントロール

2019 年 3 月期の有利子負債残高は、2015 年 3 月期第 2 四半期並みの 500,000 百万円程度とする方針である。修正前の中期ビジョンにおける 2019 年 3 月期の有利子負債/EBITDA 倍率 9 倍台から、より具体的な数値目標に変更された。

キャピタルサイクルの回転を速める

2015 年 3 月期からの 5 年間で、投資計画 360,000 百万円に対し、年間の想定営業キャッシュフローは 30,000～40,000 百万円程度である。投資額と営業キャッシュフローの差分に関しては、総額 150,000～200,000 百万円の資産を J-REIT、私募リート等に売却し、投資資金の一部に充当する方針である。

なお、同社の関連 REIT として、プレミア投資法人の他に、私募リートを創設する理由に関して、プレミア投資法人は、主として、首都圏及び地方主要都市のオフィス、首都圏のレジデンスを投資対象とするが、私募リートでは全国の賃貸レジデンスを基本に運用を開始し、中期的には商業施設、サービス付き高齢者向け住宅なども組入対象とすることを検討しているという。

事業方針

オフィス事業

オフィス事業においては、従来型の長期保有を前提とした開発から、販売型への開発へシフトするとともに、他社とのコラボレーションによる開発案件の拡大（ケネディクス株式会社、J-REIT 等の他社保有物件の建替えを含む協業の強化）、地域再開発事業への参画などの取り組みにより、収益の向上を図る。また、開発案件の出口として 2016 年 3 月期を目途に私募リートを組成、同社の関与資産額を増やし、フィービジネスを拡大させる計画である。加えて、既存の旗艦ビルへの戦略的リニューアル（BCP 対策等）も実施する方針である。

従来型の長期保有を前提とした開発から、販売型への開発シフト

「販売型への開発シフト」に関して、同社によれば、全ての物件を売却するという方針転換ではなく、従来と比較し、販売型も増やし、資金回収を早めることを考えるという。売却対象としては、保有物件も新規開発物件も候補とする。

保有物件に関しては、今後の修繕を要する物件など、売却が最適と考えられる物件とする意向である。新規開発物件に関しては、全てを売却するのではなく、市場環境、投資計画、有

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

利子負債コントロールの観点に応じて、保有か売却かを検討する方針である。

他社とのコラボレーション

2014 年 10 月 27 日、同社とケネディクス株式会社（東証 1 部 4321、以下、「ケネディクス」とする）と不動産に関連した業務、事業に関して、協力に向けた協議を行うことを発表した。具体的には、ケネディクスが運用に関わる REIT の保有物件を同社が購入し、再開発、バリューアップの後に、売却する仕組みなどを検討するとしている。

都心オフィス事業

中期ビジョンの期間中に、2015 年 2 月に品川プロジェクト（品川シーズンテラス）が竣工予定である他、日本橋二丁目、銀座一丁目の開発が予定されている。また、2018 年 5 月に大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業の竣工が計画されている。中期ビジョンにおいて、都心オフィス事業に対する投資額は 100,000 百万円が予定されている。

【日本橋と銀座の竣工時期要変更】

プロジェクト	15年3月期	16年3月期	17年3月期	18年3月期	19年3月期
品川プロジェクト	2015年2月				
日本橋二丁目計画		2015年10月			
銀座一丁目計画		2015年11月			
大手町二丁目地区 第一種市街地再開発事業					2018年5月

出所：同社資料よりSR社作成

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

中期ビジョン期間中に竣工予定のビル

竣工予定	プロジェクト名（ビル名）	階数 地上	階数 地下	敷地面積（㎡）	延床面積（㎡）	推定収入（百万円）
2015年2月	品川プロジェクト（品川シーズンテラス）	32	1	49,548	205,786	6,000～7,000
2009年3月、芝浦水再生センターの借地権を同社、大成建設、ヒューリック、東京都市開発の４社が86,400百万円で落札し、総投資額40,600百万円で、基準階貸室面積4,790㎡のオフィス・商業の高層複合ビルを建設。敷地内に3.5haの緑地を整備、BCP対策として、免震構造や72時間非常時電源を導入。						
2015年10月	日本橋二丁目計画（アーバンネット日本橋二丁目ビル）	10	1	1,688	14,800	1,000
旧日本橋朝日生命館の建て替え。JR東京駅から徒歩5分、東京メトロ・都営地下鉄日本橋駅より徒歩1分の立地に基準階オフィス面積305坪のオフィスビルを建設。72時間稼働の非常用発電機の設置や制振ブレースを設け、安全性を高めた構造を採用。						
2015年11月	銀座一丁目計画	8	1	1,737	11,720	1,000
2013年4月にNTTグループの宿泊・集会施設を取得し、オフィスビルを再開発。72時間稼働の非常用発電機の装備や制震構造の採用、高い省エネ性を発揮するLED照明など最新の安全性・快適性を備える。						
2018年5月	大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業A棟	35	3	20,000	199,000	-
	大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業B棟	33	3		150,000	
代表施行者独立行政法人都市再生機構、共同施行者同社によるNTT持株会社本社の位置する土地を含む千代田区大手町二丁目の再開発事業。同社は財務省やNHKを含む共同地権者より延床面積で約34,000㎡、4.5フロア（25階から28階及び29階の一部）を取得。2014年3月期末時点で土地がバランスシートに41,800百万円計上されている。同社持分全体として、土地と建物の合計で57,300百万円の投資を予定している。						

出所：同社資料よりSR社作成

*推定収入は、SR社の予想値。

*品川プロジェクトの収入は転貸収入を含む。

暫定活用物件・管理資産の開発

首都圏及び名阪神エリアにおいて、中期ビジョン期間の前半に 10 件程度の開発検討を行い、中期ビジョン後半以降から、一部物件について開発を行う可能性がある。具体的には、名古屋駅南エリア（名駅南ビル：愛知県名古屋市）、名古屋駅東区エリア（住友商事名古屋ビル：愛知県名古屋市）、大阪御堂筋エリア（UD 御堂筋ビル：大阪府大阪市）、大阪中之島エリア（大阪府大阪市）、臨海エリア（晴海 4 丁目ビル：東京都中央区）、秋葉原岩本町エリア（岩本町ビル：東京都千代田区）などを候補とし、中計ビジョン期間中に 300～400 億円の投資を行い、収益の向上を図る計画である。

商業事業

商業事業では、ホテル事業に着手するとともに複合開発を開始する。

外国人観光客等をターゲットに京都や大阪エリアのホテル事業に着手

ホテル事業に関しては、運営会社との提携により、中期ビジョン期間中に京都府の新風館、

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

大阪府大阪市ユニバーサルシティ駅エリア、福岡県などで3件程度の事業検討を行い、40,000百万円の投資額で、2019年3月期前後の竣工を予定している。なお、ホテル事業は、中期ビジョン期間中に収益には貢献しない見込みである。

都心における商業・住宅事業等の複合開発を開始する

複合開発に関しては、中期ビジョン期間中に南青山（東京都港区）、代官山（東京都渋谷区）、原宿（東京都渋谷区）、新橋（東京都港区）エリアなどの 6 件程度が検討され、80,000 百万円の投資額を見込む。なお、複合開発計画は、中期ビジョン期間中に収益には貢献しない見込みである。

住宅事業

分譲事業においては、販売戸数重視の拡大戦略（中期ビジョン修正前は 2016 年 3 月期 1,600 戸、2019 年 3 月期 2,000 戸の販売目標）から、年間 1,300 戸程度を供給する利益重視の戦略に変更し、付加価値の高い物件開発（高額マンション、複合開発）のウェイトを高める方針である。また、サービス付き高齢者向け住宅の開発、既存オフィスビルの住宅用途へのコンバージョン等も実施する方針としている。

サービス付き高齢者向け住宅の開発

サービス付き高齢者向け住宅は、NTT グループと連携し、中期ビジョン期間中に都心及び郊外エリアにおいて 10 件程度の開発を予定している。

海外事業

2019 年 3 月期において、全社の利益に対する同事業の利益構成比が 10%程度となることを目指す方針である。

具体的には、これまで実績のあるロンドンのほか、アメリカにおいても収益物件を取得・運用することで安定的な収益基盤を確保しつつ、東南アジアにおいても事業創出に取り組みたいとしている。中期ビジョンにおいて、60,000 百万円の投資額を計画している。

なお、リノベーション案件として、中期ビジョン期間中に、英国 1 King William Street オフィスビル（2016 年竣工予定）、米国オフィス商業複合ビル 119 West 25th Street（2015 年 3 月竣工予定）がリニューアルにより、収益貢献する見込みである（「不動産賃貸事業・海外事業」の項参照）。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

事業内容

事業概要

NTT グループの不動産会社として設立、現物出資により簿価の低い資産を有する

同社は、日本最大の情報通信グループである NTT グループの総合不動産会社として、1986 年に設立された。設立時に日本電信電話株式会社（以下、NTT 社とする）の保有する土地・建物の現物出資を受けた。また、NTT 社は、同社と同様の目的・手法で全国各地域に複数の不動産会社を設立したが、同社はこれらの会社を吸収合併し、資産規模を拡大した。

設立及びその後の経緯から、同社は簿価が時価を大きく下回る物件を多く所有する。2014 年 3 月期末の賃貸不動産の簿価は 805,900 百万円であったが、時価は 1,210,000 百万円であり、含み益は 404,100 百万円であった。

1990 年代に不動産の再開発を進めた、2006 年以降は、独自に土地を取得し開発

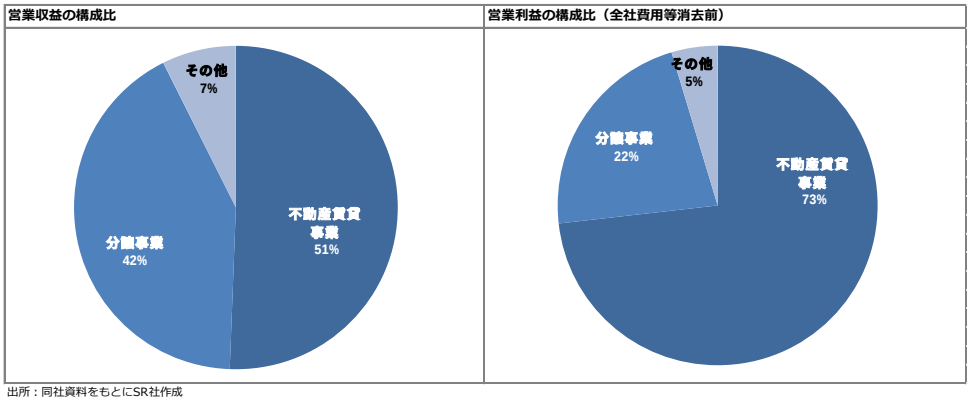
設立から 1990 年代から 2000 年代前半にかけて、主に NTT 社から現物出資で取得した簿価の低い不動産の開発および再開発を続けることで、同社は自社の不動産を拡大した。2005 年 9 月にアーバンネット名古屋ビルが竣工し、NTT 社から現物出資で取得した不動産の開発が一巡した。2006 年以降は、同社が新たに不動産を取得し、開発もしくは再開発を行なっている他、NTT グループの遊休地、宿泊・集会施設などを取得し、再開発を行っている。

中期的には、これまでに培った開発力を活かし、NTT グループ外から仕入れた用地の事業化を推進する一方、NTT グループが保有する不動産の事業機会を探っていく考えである。

不動産賃貸事業が主力

同社は不動産賃貸事業および分譲事業を主な事業としている。不動産賃貸事業が主力事業であり、2014 年 3 月期営業収益の 51%、同営業利益の 73%を占めた。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：同社資料をもとにSR社作成

事業セグメント

同社の事業セグメントは、不動産賃貸事業、分譲事業、その他からなる。不動産賃貸では賃貸用オフィスビルの開発・運営、分譲事業ではマンションの開発・販売を行っており、その他の事業としてオフィスビルの建物管理等の事業を営んでいる。

事業セグメント収益（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
営業収益	128,215	138,206	144,277	149,224	145,693	136,842	163,168	189,186
（前年比）	15.7%	7.8%	4.4%	3.4%	-2.4%	-6.1%	19.2%	15.9%
不動産賃貸事業	85,098	89,679	99,210	97,333	91,844	90,323	93,745	95,709
（前年比）	10.3%	5.4%	10.6%	-1.9%	-5.6%	-1.7%	3.8%	2.1%
（構成比）	66.4%	64.9%	68.8%	65.2%	63.0%	66.0%	57.5%	50.6%
分譲事業	32,680	38,414	32,688	41,643	41,725	28,484	54,939	79,527
（前年比）	38.8%	17.5%	-14.9%	27.4%	0.2%	-31.7%	92.9%	44.8%
（構成比）	25.5%	27.8%	22.7%	27.9%	28.6%	20.8%	33.7%	42.0%
その他	10,436	10,111	12,377	10,247	12,124	18,034	14,483	13,949
（前年比）	2.9%	-3.1%	22.4%	-17.2%	18.3%	48.7%	-19.7%	-3.7%
（構成比）	8.1%	7.3%	8.6%	6.9%	8.3%	13.2%	8.9%	7.4%
セグメント利益	25,091	28,718	25,244	22,382	30,972	25,365	27,401	30,458
（前年比）	-0.7%	14.5%	-12.1%	-11.3%	38.4%	-18.1%	8.0%	11.2%
不動産賃貸事業	23,184	26,025	35,560	31,521	29,226	27,482	29,216	27,189
（前年比）	17.3%	12.3%	36.6%	-11.4%	-7.3%	-6.0%	6.3%	-6.9%
（構成比）	79.0%	77.5%	114.6%	140.8%	94.4%	86.0%	86.7%	73.2%
分譲事業	5,228	6,593	-6,018	-10,498	533	1,374	2,914	8,222
（前年比）	16.1%	26.1%	-191.3%	74.4%	-105.1%	157.8%	112.1%	182.2%
（構成比）	17.8%	19.6%	-19.4%	-46.9%	1.7%	4.3%	8.6%	22.1%
その他	951	973	1,500	1,358	1,212	3,090	1,580	1,729
（前年比）	-5.0%	2.3%	54.2%	-9.5%	-10.8%	155.0%	-48.9%	9.4%
（構成比）	3.2%	2.9%	4.8%	6.1%	3.9%	9.7%	4.7%	4.7%
消去または全社	-4,273	-4,873	-5,798	-6,252	-6,647	-6,583	-6,310	-6,682

出所：同社資料よりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

*営業利益の構成比は、セグメント利益の単純合算に対する比率。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業

（2014 年 3 月期売上高構成比率：50.6%、同営業利益構成比率：73.2%）

同事業では、東京、名古屋、大阪、広島、福岡、札幌等の大都市圏に保有するオフィスビル、商業施設、賃貸住宅等の不動産賃貸事業を行っている。

不動産賃貸事業の概要

不動産開発の流れ

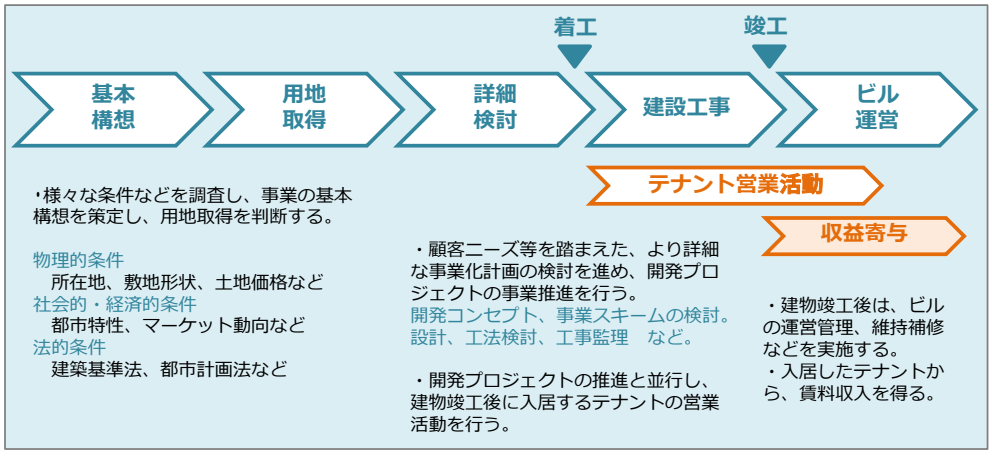
賃貸用オフィスの開発は用地取得、詳細検討、設計、建設工事、ビル運営の過程を経る。同社は、用地取得、詳細検討、設計及びビル運営を担い、建設工事は建設会社に委託する。設計に関しては、NTT グループの株式会社 NTT ファシリティーズに委託する場合もある。

同社によれば、用地取得からビル運営までの開発期間は、ビルによって異なるが、中規模ビル（本レポートにおいては、延床面積 15,000 ㎡未満とする、以下同様）で 4～5 年である。用地取得のタイミング、景気動向、物件の規模によっては 7～10 年を要する物件もある。

同社によれば、用地取得から設計までの段階で、想定収益の指標として、NOI と WACC（Weighted average cost of capital:加重平均資本コスト）を重視するという。NOI は市場平均プラスアルファを狙う方針である。なお、SR 社の推測では、同社の WACC は 4%程度である。

NOI：不動産賃貸収入-不動産賃貸原価+減価償却費（長期前払費用含む）

不動産開発の流れ



出所：同社資料

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業の収益構造

不動産賃貸事業営業収益

不動産賃貸事業の営業収益は、貸付可能面積×平方メートルあたり賃料×（1－空室率）で算出される。

- 貸付可能面積：保有ビルの取得、売却、改装、条件改定により変動する。
- 空室率：新規オフィス供給面積、築年数、就業者数などによって変動する。就業者数は人口動態、景気、企業業績の影響を受ける。
- 賃料：一般的には空室率に遅行して変動する。賃料改定は2～3年毎に行う。SR社の認識ではオフィスビルは少数の企業を顧客としていることから、多数の個人を対象としている賃貸住宅と比較し、空室率および賃料は景気変動の影響を受けやすい。また、商業施設との比較では、商業施設は固定賃料と売上歩合賃料が組み合わされて設定されることがあり、施設運営に賃料収入が影響を受ける。
- 不動産売却収益：賃貸不動産の資産組み換えに際し、売却を前提として固定資産から棚卸資産に振り替え、その後、棚卸資産として売却を行った場合には、売却収入が同事業の営業収入として計上される。固定資産の不動産売却を行った場合には、特別損益として計上される。

不動産賃貸事業　営業収益	07年3月期	08年3月期	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
営業収益合計（百万円）	85,312	89,917	99,928	98,092	92,608	91,069	94,509	96,595
前期比	10.5%	5.4%	11.1%	-1.8%	-5.6%	-1.7%	3.8%	2.2%
オフィス	79,691	82,483	91,927	90,758	85,807	84,713	88,621	90,833
前期比	11.5%	3.5%	11.4%	-1.3%	-5.5%	-1.3%	4.6%	2.5%
不動産売却収益	-	-	-	-	-	-	4,000	7,600
賃貸収益	79,691	82,483	91,927	90,758	85,807	84,713	84,621	83,233
貸付可能面積（㎡）	1,070,521	1,146,353	1,154,905	1,138,997	1,149,628	1,168,526	1,199,215	1,193,561
前期比	1.8%	7.1%	0.7%	-1.4%	0.9%	1.6%	2.6%	-0.5%
空室率（全国）	2.1%	4.2%	3.1%	6.4%	5.7%	5.4%	6.5%	7.4%
空室率（都心5区）	0.9%	0.5%	2.8%	6.5%	3.6%	2.0%	4.0%	6.4%
㎡当たり賃料（千円/月）	6.47	6.40	6.91	6.92	6.65	6.45	6.33	6.23
住宅・その他	5,621	7,434	8,000	7,333	6,800	6,356	5,887	5,762
前期比	-2.3%	32.3%	7.6%	-8.3%	-7.3%	-6.5%	-7.4%	-2.1%
営業利益（百万円）	23,184	26,025	35,560	31,521	29,226	27,482	29,216	27,189
前期比	17.3%	12.3%	36.6%	-11.4%	-7.3%	-6.0%	6.3%	-6.9%
営業利益率	27.2%	28.9%	35.6%	32.1%	31.6%	30.2%	30.9%	28.1%

出所：同社資料よりSR社作成

*㎡当たり賃料は、賃貸収益/貸付可能面積×（1-空室率（全国））/12で算出。貸付可能面積、空室率（全国）は期首期末平均を用いた。

不動産賃貸事業原価

同社は、有価証券報告書で単独の不動産賃貸事業の原価明細書を開示している。不動産賃貸事業は単独が主体として行われており、連結と単独の差は秋葉原 UDX のみであることから、単独決算の原価構成は連結の不動産事業セグメントと大きな違いはないと SR 社は考える。

単独の不動産賃貸事業の原価率は 65%前後で推移している。主な原価は、減価償却費、租税公課、業務委託費、その他で、固定費中心の費用構造となっている。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

Ÿ　減価償却費：オフィスビルの減価償却費。定率法を採用しており、耐用年数は15～50年である。ただし、NTT幕張ビル、グランパーク、NTTクレド基町ビル、2008年4月以降に取得した建物は定額法を採用している。
Ÿ　租税公課：固定資産税（課税標準額に対し1.4%）、不動産取得税（取得する土地・建物の固定資産税評価額に対し3～4%）などが計上される。大型物件を取得した場合には不動産取得税が一時的に増加する場合があるが、通常は保有物件に対する固定資産税が計上される。
Ÿ　業務委託費：ビル管理などの費用が中心で、修繕費なども含む。
Ÿ　その他：水道光熱費などの費用。不動産売却収益に対する土地・建物などの原価も含む。

単独　不動産賃貸事業原価明細書（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
不動産賃貸事業収益	84,985	89,380	91,744	90,573	84,996	82,603	82,208	87,730
不動産賃貸事業原価	57,944	59,602	55,780	57,108	53,046	53,961	53,467	57,407
原価率	68.2%	66.7%	60.8%	63.1%	62.4%	65.3%	65.0%	65.4%
人件費	464	365	346	371	427	494	479	461
営業収益比率	0.5%	0.4%	0.4%	0.4%	0.5%	0.6%	0.6%	0.5%
減価償却費	22,235	21,749	21,700	21,500	19,506	20,142	19,550	20,205
営業収益比率	26.2%	24.3%	23.7%	23.7%	22.9%	24.4%	23.8%	23.0%
租税公課	7,051	7,235	7,269	7,798	7,894	8,413	8,164	8,034
営業収益比率	8.3%	8.1%	7.9%	8.6%	9.3%	10.2%	9.9%	9.2%
業務委託費	9,771	10,172	10,526	10,826	10,381	10,255	10,478	10,447
営業収益比率	11.5%	11.4%	11.5%	12.0%	12.2%	12.4%	12.7%	11.9%
その他	18,422	20,078	15,937	16,611	14,836	14,656	14,795	18,257
営業総利益	27,041	29,778	35,964	33,465	31,950	28,642	28,741	30,323
営業総利益率	31.8%	33.3%	39.2%	36.9%	37.6%	34.7%	35.0%	34.6%

出所：同社資料よりSR社作成

不動産賃貸事業の販管費

同事業の販管費は主に人件費、業務委託費である。なお、事業セグメント別の販管費は開示されていない。

Ÿ　人件費：SR社の推測では、2014年3月期における人件費は、同事業の従業員数（2014年3月期193人）、同社単独の平均年間給与（同8.6百万円）に社会保険労務費等の会社負担分、を加味して、約1,900百万円であった。

不動産賃貸事業の人件費（推定）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
不動産賃貸事業の人件費	1,702	1,587	1,656	1,716	1,850	1,869	1,830	1,895
給与、賞与及び手当	1,480	1,380	1,440	1,492	1,609	1,625	1,591	1,648
従業員数（人）	160	166	173	188	201	196	189	193
単体平均年間給与（百万円）	8.7	8.5	8.5	8.3	8.3	8.2	8.3	8.6
社会保険料会社負担分	222	207	216	224	241	244	239	247

出所：同社資料よりSR社作成
*給与、賞与及び手当、社会保険料会社負担分はSR社の推定。

Ÿ　業務委託費：不動産会社に仲介手数料であり、賃料の1カ月分を支払う。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業の特徴

同社の不動産賃貸事業は、オフィスビルを中心とし、NTT グループを主要テナントとしていること、首都圏（東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県、茨城県、群馬県および栃木県、以下同様）中心であるが地方にも広く分散していること、首都圏では大手町と秋葉原の収益貢献が大きいことに特徴がある。また、2009 年 10 月に英国ロンドンに現地法人を設立して以来、海外事業も展開している。

不動産賃貸事業はオフィスビルが中心

同事業において、同社は、NTT 社から譲受または自社で取得した土地にオフィスビルを建築し、企業等に賃貸することにより収益を得る。

2014 年 3 月末現在、賃貸物件は 148 件、総貸付可能面積は 1,193,561 ㎡である。2014 年 3 月期において、同事業の NOI（Net Operating Income：営業純利益）の 93%がオフィスビルおよび商業施設の賃料収入であった。

用途別NOI（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
NOI合計	50,387	52,748	64,277	61,480	56,722	54,318	56,397	56,109
オフィス・商業	46,745	47,669	58,209	56,153	51,812	49,702	52,259	52,204
構成比	92.8%	90.4%	90.6%	91.3%	91.3%	91.5%	92.7%	93.0%
住宅その他	3,641	5,078	6,068	5,327	4,909	4,615	4,137	3,905
構成比	7.2%	9.6%	9.4%	8.7%	8.7%	8.5%	7.3%	7.0%

出所：同社資料よりSR社作成

主要テナントは NTT グループ企業と金融関連企業

オフィスビルの主要テナントは NTT グループ企業と金融関連企業であり、特に NTT グループからの収益は、2014 年 3 月期に同事業における営業収益の 32.3%を占めた（単独決算ベース）。SR 社の予想では、NTT グループは団塊世代の退職を中心とした社員数減少、ネットワークの IP 化による機器設備スペースの縮小、競争激化によるコスト削減の必要性から、中期的に賃貸オフィススペースを縮小する傾向にある。

NTTグループとの取引 単独	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
(a):不動産賃貸事業収益（百万円）	84,985	89,380	91,744	90,573	84,996	82,603	82,208	87,730
(b):NTTグループからの収益（百万円	23,776	25,144	30,186	31,191	28,236	26,600	26,341	28,366
(b)/(a)	28.0%	28.1%	32.9%	34.4%	33.2%	32.2%	32.0%	32.3%

出所：同社資料よりSR社作成

また、金融関連企業は、野村證券、みずほ証券、UBS 証券などが同社のオフィスビルのテナ

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

ントである。同社によれば、金融関連企業からの収益は、2014 年 3 月期に同事業における営業収益の一定割合を占めたという。

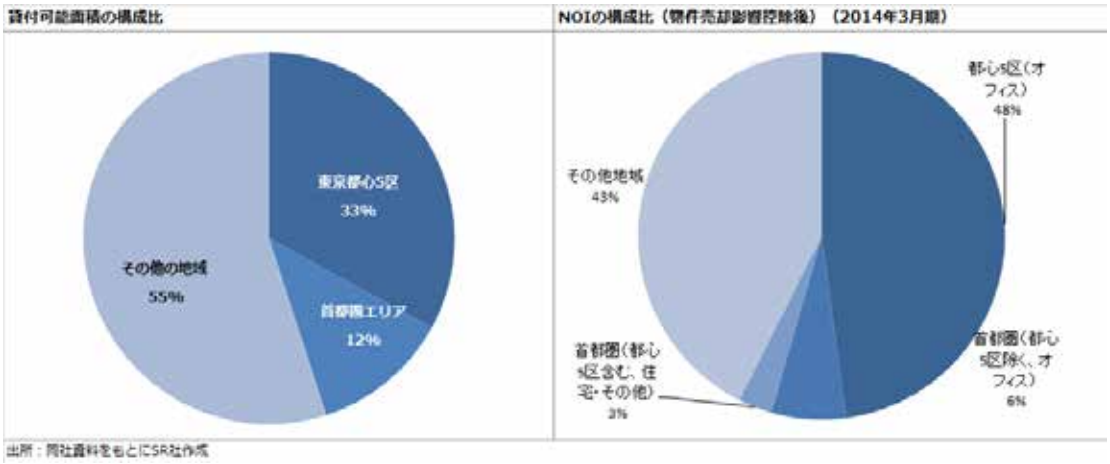
首都圏中心であるが、地方にも広く分散

2014 年 3 月末現在、主要設備の地域別の物件数の内訳は、都心 5 区（千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区、以下同様）18 件、首都圏合計 27 件、その他の地域 41 件。延床面積の内訳は、都心 5 区 648,123 ㎡、都心 5 区を含む首都圏合計 881,037 ㎡、その他の地域 1,249,349 平方メートルである（出所：有価証券報告書の主要設備をもとに SR 社が計算）。

貸付可能面積の内訳は、都心 5 区 391,000 ㎡（総貸付可能面積の 33%）、首都圏合計 534,000 ㎡（同 45%）、その他の地域 659,000 ㎡（同 55%）である（出所：有価証券報告書の主要設備をもとに SR 社が計算）。

このような物件の地方分散は大手不動産と異なる。2014 年 3 月末現在、三菱地所株式会社（東証 1 部 8802、以下、三菱地所）、三井不動産株式会社（東証 1 部 8801、以下、三井不動産）、住友不動産株式会社（東証 1 部 8830、以下、住友不動産）の不動産賃貸事業における地方物件の割合はそれぞれ 3%、14%、4%であった（「同業他社」の項参照）。同社によれば、NTT グループから地方物件を譲り受けた不動産会社が合併したことにより、地方物件の割合が高くなっているという。

一方、2014 年 3 月期において、NOI（物件売却等の影響を除く）の内訳は都心 5 区（オフィス・商業）が 48%、首都圏（都心 5 区除く、オフィス・商業）が 6%、その他の物件が 46%であった。なお、NOI（物件売却等の影響を含む）の内訳は都心 5 区（オフィス・商業）が 52%、首都圏（都心 5 区除く、オフィス・商業）が 6%、その他の物件が 42%であった。



Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

地域別・用途別NOI（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
合計	50,387	52,748	64,277	61,480	56,722	54,318	56,397	56,109
オフィス・商業	46,745	47,669	58,209	56,153	51,812	49,702	52,259	52,204
都心５区	22,389	23,353	32,983	31,955	30,207	28,745	28,007	28,901
構成比	44.4%	44.3%	51.3%	52.0%	53.3%	52.9%	49.7%	51.5%
首都圏（都心５区を除く）	5,517	5,865	6,052	5,827	3,752	3,376	3,393	3,372
構成比	10.9%	11.1%	9.4%	9.5%	6.6%	6.2%	6.0%	6.0%
その他の地域	18,837	18,450	19,173	18,370	17,852	17,579	20,858	19,930
構成比	37.4%	35.0%	29.8%	29.9%	31.5%	32.4%	37.0%	35.5%
住宅その他	3,641	5,078	6,068	5,327	4,909	4,615	4,137	3,905
東京都	1,102	927	2,002	1,806	1,634	1,938	1,779	1,535
構成比	2.2%	1.8%	3.1%	2.9%	2.9%	3.6%	3.2%	2.7%
地方都市部	2,539	4,151	4,065	3,520	3,275	2,677	2,358	2,369
構成比	5.0%	7.9%	6.3%	5.7%	5.8%	4.9%	4.2%	4.2%

出所：同社資料よりSR社作成

*東京都心部は、千代田区、中央区、港区、渋谷区および新宿区を指す。

*首都圏（都心５区を除く）は、都心５区を除く東京都、神奈川県、千葉県、埼玉県、茨城県、群馬県および栃木県を指す。

*2013年3月期オフィス・商業 その他の地域のNOIは物件売却の影響2,898百万円を含む。

*2014年3月期オフィス・商業 都心5区のNOIは物件売却の影響4,252百万円、その他の地域のNOIは同319百万円を含む。

首都圏では大手町、秋葉原、港区が中心

首都圏の主要なオフィスビルは、アーバンネット大手町ビル、大手町ファーストスクエア、秋葉原 UDX などの下表 10 物件である。当該物件の NOI は、2013 年 3 月期において、都心５区および首都圏（都心 5 区を除く）の NOI の 81%を占めた。特に東京都千代田区大手町、東京都千代田区秋葉原の構成比が高く、それぞれ 30%、22%であった。

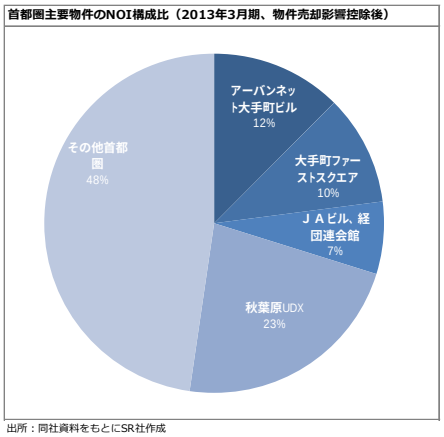
主要設備（首都圏）

所在地	名称	用途	構造	面積（㎡） 建物	面積（㎡） 土地	竣工年月	NOI 13年3月期
千代田区	アーバンネット大手町ビル	オフィス	地上22階、地下５階	117,618	9,361	1990年2月	4,131
大手町	大手町ファーストスクエア	オフィス	（イーストタワー）地上23階、地下４階 （ウエストタワー）地上23階、地下５階	54,284	6,236	1992年2月 1997年5月	3,478
	ＪＡビル、経団連会館	オフィス	地上37階、地下４階	26,517	1,506	2009年4月	2,287
	大手町フィナンシャルシティ ノースタワー	オフィス	地上31階、地下４階	8,949	458	2012年10月	-
小計				207,368	17,561	-	9,896
千代田区	秋葉原UDX	オフィス	地上22階、地下3階	155,629	11,548	2006年1月	7,462
（大手町除く）	アーバンネット神田ビル	オフィス	地上19階、地下１階	14,266	1,855	2012年7月	-
小計				169,895	13,403	-	7,462
港区	シーバンスＮ館	オフィス	地上24階、地下２階	78,488	13,144	1991年1月	2,371
	グランパーク	オフィス	地上34階、地下４階	138,423	14,227	1996年8月	4,224
	グランパークハイツ	住宅	地上28階、地下４階			1996年10月	
小計				216,911	27,371	-	6,595
新宿区	東京オペラシティ	オフィス	地上36階、地下１階	33,086	3,831	1996年7月	1,221
千葉県	ＮＴＴ幕張ビル	オフィス	地上26階、地下１階	170,499	40,602	1993年6月	1,815
合計				797,759	102,768	-	26,989

出所：同社資料よりSR社作成

*共有または区分所有物件は、面積・帳簿価格とも所有持分の数値

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved



出所：同社資料をもとにSR社作成

大手町の主要物件

大手不動産会社では、三菱地所が丸の内（東京都千代田区）、三井不動産が日本橋（東京都中央区）を地域一体で開発し、多くの物件を所有しているという特徴がある。同社は地域一体開発にまでは至っていないが、千代田区大手町に複数のオフィスビルを所有している。

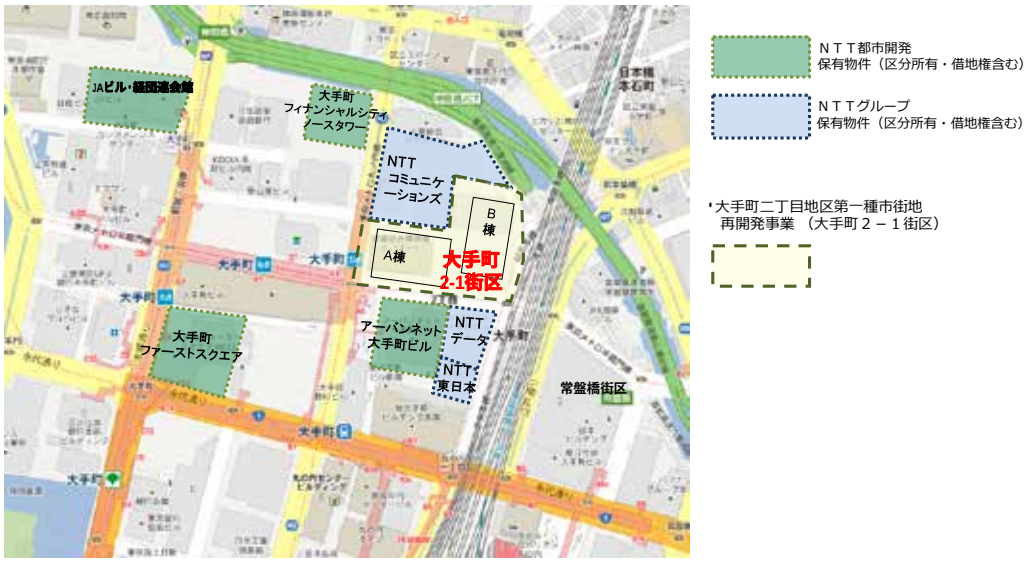
> 大手町は、隣接する丸の内、日本橋と共に、金融機関、総合商社、新聞社の本社などが集積する。丸ノ内線、東西線、千代田線、半蔵門線、都営三田線が接続している他、JR 東京駅も徒歩圏内である。オフィス街のため住宅が一切無く、住民登録人口が 0 人である一方、昼間人口は約 72,000 人となっている。

千代田区大手町は 1 丁目 1～9 と 2 丁目 1～7 の 16 区画に区分けされている（2 丁目 4 及び 2 丁目 5 は高架下であり実質 14 区画）。三幸エステート株式会社によれば、2014 年 9 月末現在、大手町の大規模オフィス（1 フロア面積 200 坪以上）の募集賃料（共益費込）は 38,729 円/坪と都心 5 区の募集賃料 18,848 円/坪と比較して、高い賃料となっている。

同社は、大手町において 1 丁目 3 に JA ビル、経団連ビル、1 丁目 5 に大手町ファーストスクエア、1 丁目 9 に大手町フィナンシャルシティノースタワー、2 丁目 2 にアーバンネット大手町ビルを有する。また、2014 年 8 月現在、NTT 持株会社本社の位置する土地を含む千代田区大手町二丁目第一種市街地再開発事業（2 丁目 3）において共同施行者として参画している。さらに、2 丁目 1 にはエヌ・ティ・ティ・コミュニケーションズ株式会社（以下、NTT コミュニケーションズとする）、2 丁目 2 には株式会社エヌ・ティ・ティ・データ（東証 1 部 9613）、東日本電信電話株式会社（以下、NTT 東日本とする）といった NTT グループが土地を保有している。SR 社の考えでは、これらの NTT グループの保有地は同社の中長期的な一体開発候補地となる可能性がある。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

大手町の地図



出所：同社資料よりSR社作成

秋葉原 UDX

秋葉原 UDX は 2006 年 3 月に竣工。JR 秋葉原駅とは西側交通広場と隣接しており、歩行者デッキによって JR 秋葉原駅電気街口と連絡している。秋葉原エリアでは最大規模のオフィスビルである。三幸エステート株式会社によれば、2014 年 9 月末現在、千代田区外神田・岩本町の大規模オフィス（1 フロア面積 200 坪以上）の募集賃料（共益費込）は 17,625 円/坪と都心 5 区の募集賃料 18,848 円/坪と比較して、若干低い水準となっている。

> 秋葉原は JR 秋葉原駅周辺の東京都千代田区外神田、神田佐久間町、台東区秋葉原などを指す地域名である。JR、つくばエクスプレス、日比谷線が接続している他、都営新宿線岩本町駅、銀座線末広町駅が徒歩圏内である。秋葉原電気街は電子機器およびソフトウェアを取り扱う店舗、サブカルチャー関連の店舗が多く存在する。

秋葉原 UDX は、2000 年代前半に NTT グループから譲受した土地・建物の開発が一巡し、独自開発に移行して最初の大規模プロジェクトである。

2001 年 12 月、東京都は都保有地となっていた秋葉原駅電気街口周辺の秋葉原 1 街区および 3 街区（千代田区外神田一丁目および外神田四丁目、旧神田市場跡地）の 15,728 ㎡を、事業計画と買収金額で総合的に審査する公募を行った。その結果、2002 年 2 月に同社、ダイビル株式会社（東証 1 部 8806、以下、ダイビル）、鹿島建設株式会社（東証 1 部 1812、以下、鹿島建設）の共同計画案が採用された。同社および鹿島建設による出資、プロジェクトファイナンス（プロジェクトの収益力を担保とした資金調達）によって、事業資金の調達が行われた。テナント賃貸事業はユーディーエックス特定目的会社（以下、UDX 特定目的会社とする）が主体となって行っている。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

なお、2008 年 3 月に同社は、鹿島建設から UDX 特定目的会社の優先出資証券を取得し、同社所有割合は 50%から 66%に上昇し、連結子会社化した。その後、2013 年 11 月に議決権 5%をプレミア投資法人に売却したことに伴い、所有割合は 66.0%から 61.0%となっている。

首都圏以外の物件

首都圏以外の主要物件は、全 41 件、2014 年 3 月期において主要設備の建物延床面積の 55%、2013 年 3 月期 NOI の 43%を占めた。同社によれば、首都圏以外の物件とはいえ、古くは NTT 社が所有した物件が中心で、都市部の物件が多いという。首都圏以外の物件は、延床面積 10,000 ㎡以下のビル 20 件を含み、1 棟当たり平均延床面積 19,193 ㎡（出所：有価証券報告主要設備より SR 社算出、グランフロント大阪を除く）と中小規模クラスのビルが多い。

2013 年 3 月期において、NOI が大きな主な物件は、下表の 8 物件である。これ等の物件の NOI 合計額は、2013 年 3 月期において、その他の地域（都心 5 区及び首都圏以外の物件）の NOI の 49%を占めた。特に、アーバンネット名古屋（愛知県）、NTT クレド基町ビル（広島県）、NTT-T ビル（福岡県）は、地方物件の中では収益貢献が大きい。また、グランフロント大阪に関して、同社は 2013 年 3 月期 NOI を開示していない。同物件竣工時の 2013 年 3 月期における帳簿価額は 50,711 百万円である。SR 社の推測では 3,000 百万円前後の想定 NOI である。

名称（所在地）	用途	構造	面積（㎡） 建物	土地	竣工年月	NOI 13年3月期
アーバンネット名古屋ビル（名古屋市東区）	オフィス	地上22階、地下３階	75,047	5,997	2005年9月	2,121
グランフロント大阪（大阪市北区）	オフィス	地上38階、地下３階	481,628	33,251	2013年3月	-
トレードピア淀屋橋（大阪市中央区）	オフィス	地上21階、地下３階	48,795	6,517	1975年10月	548
ＮＴＴクレド岡山ビル（岡山市北区）	オフィス	地上21階、地下２階	35,685	4,161	1999年2月	466
ＮＴＴクレド基町ビル（広島市中区）	オフィス	地上35階、地下２階	160,418	21,801	1994年3月	3,232
ＮＴＴクレド白島ビル（広島市中央）	オフィス	地上14階、地下1階	38,813	7,052	1992年4月	717
ＮＴＴ－Ｔビル（福岡市中央区）	オフィス	地上７階、地下３階	61,506	8,526	1996年9月	2,039
アーバンネット札幌ビル（札幌市中央区）	オフィス	地上10階、地下1階	31,255	5,639	2004年10月	764
合計						9,887

出所：同社資料よりSR社作成

SR 社の認識では、地方のオフィスビルは、首都圏と比較し、賃貸需要が限られるものの、オフィスビルの供給も少ないことから、空室率及び賃料が安定的に推移する傾向がある。ただし、同社においては、2014 年 3 月時点で都心 5 区の空室率が 6.4%に対し、全国の空室率 7.4%と、都心 5 区と比較して、地方の物件の空室率が高い傾向がある。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

海外事業

同社は海外では、2009 年 10 月に英国ロンドンに現地法人設立して以来、2011 年 9 月に豪州、2013 年 10 月に米国、2013 年４月にシンガポール駐在員事務所を設立した。

同社によれば、日本の人口が減少する中で、事業ポートフォリオの分散を図る目的で海外事業を展開している。また、海外の不動産投資は、日本の不動産投資と比較し、為替リスクはあるが、高い利回りが期待できるという。海外の不動産等に関して、情報収集によって、現地企業に対して競争上の劣位なく、事業展開が可能であるとしている。なお、海外事業の営業利益は、2013 年 3 月期が約 2,700 百万円（主には違約金および物件売却収入）、2014 年 3 月期が約 500 百万円であった。

英国ロンドン

英国では以下の通り過去に 4 物件を取得、稼働率向上、賃料値上げ、リニューアル工事等によるバリューアップに取り組んでいる。

- 103 Mount Street：2009年11月取得、同社海外案件第1号、2012年2月にバリューアップの上売却。2013年3月期において、当該物件の売却収入を計上した。
- 1 King William Streetオフィスビル：2011年６月、1 King William Street, London EC4（地上７階、地下１階、床面積約8,400㎡）を67.5百万ポンド（約8,900百万円）で取得。銀行、保険会社、証券取引所などが集積するロンドン市中心部のシティ地区に所在し、バンク駅やイングランド銀行にも近い好立地に位置する。2014年8月にリニューアル工事着工、2016年竣工予定。
- 20 Finsbury Circus, London EC2：地上７階、地下１階、床面積約8,000㎡。2012年9月、42.9百万ポンド（約5,360百万円）で取得。
- 265 Strand, London, WC2R 1BH：地上8階、地下１階、床面積約7,000㎡。2013年4月、77.0百万ポンド（約11,550百万円）で取得。

豪州メルボルン

2011 年９月にオーストラリアに現地法人を設立し、事業に着手。2011 年 11 月に同社 50%、住友林業株式会社（東証 1 部 1911）のオーストラリア現地法人 50%出資の共同宅地開発会社を設立。メルボルン市近郊において、総面積 402,500 ㎡、346 区画の宅地分譲事業を実施している。同社によれば、約 1,500 百万円の投資額に対し、3,000 百万円の収益を見込んでおり、2015 年 3 月期以降、複数年度に渡っての収益計上を予定しているという。

米国ニューヨーク

2013 年 10 月に米国における不動産への投資及び運用を目的として現地法人を設立。2013 年 12 月にニューヨーク市のオフィス商業複合ビル 119 West 25th Street の再開発プロジェクトに参画した。2014 年 2 月に着工、2015 年 3 月竣工予定。総事業費 10,000 百万円、同社出資額 1,300 百万円（1 ドル＝100 円で換算）、リニューアルにより、バリューアップを図り、リースアップ後の売却を予定している。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

東南アジア

東南アジアでは 2013 年４月にアジア市場における営業拠点としてシンガポール事業所を開設。現地に進出している NTT グループの人脈などを活かし、現地パートナーとの関係を構築し、具体的な事業案を検討しているという。

分譲事業

（2014 年 3 月期売上高構成比率：42.0%、同営業利益構成比率：22.1%）

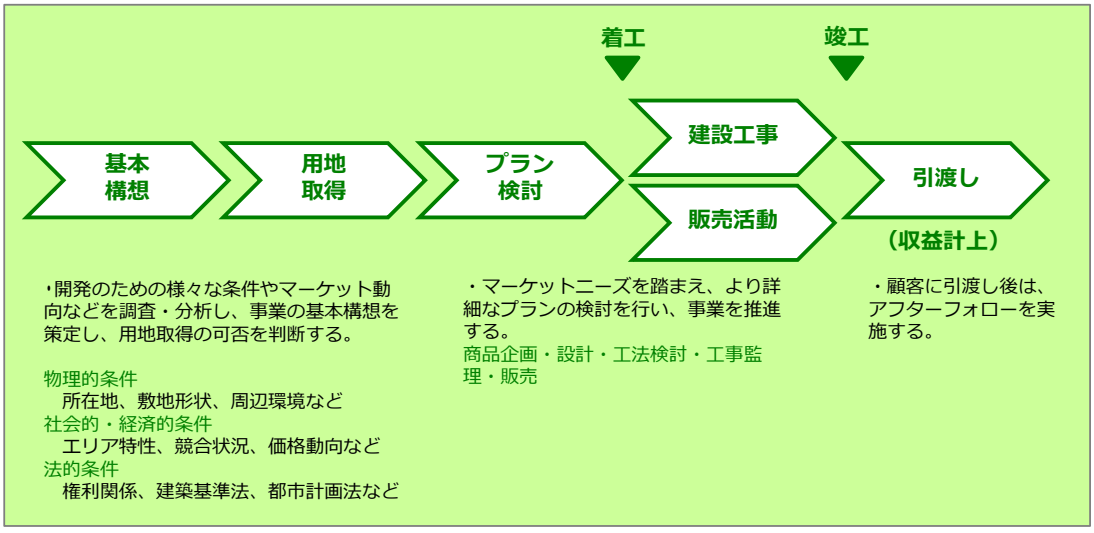
同事業では、マンション分譲を中心とした住宅等の分譲を行っている。なお、宅地分譲等の住宅分譲事業についても、取得した土地の立地等に応じて適宜実施している。

分譲事業の概要

マンション分譲事業は、主に、用地取得、商品企画・設計、建設工事、販売のプロセスを経るが、同社は施工、販売を他社に外部委託し、用地取得、商品企画・設計を行う。建設工事、販売の委託業者に関して、特定企業との継続的な提携関係はなく、物件の都度、業者を選定する。

同社によれば、マンションの用地取得から販売までの期間は 2～3 年程度である。よって、市況予測や需要動向に基づいた商品企画は困難であり、マンション分譲事業はオフィス賃貸事業以上に景気変動の影響を受けやすいという。

分譲事業の流れ



出所：同社資料

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

分譲事業の収益構造

分譲事業営業収益

分譲事業の営業収益は、販売戸数、販売単価により変動する。

- 販売戸数：景気動向に影響を受けるが、同社のマンション販売戸数は長期的には増加傾向にある。2013年3月期に年間販売戸数は1,000戸を超え、中期ビジョンでは毎年1,300戸程度を供給し、利益を重視する方針である。
- 販売単価：同社は平均価格40百万円前後を主な対象としているが、土地の取得動向により変化する。土地取得時に２割以上の粗利獲得を目指して、開発を行う方針としている。

分譲事業営業収益	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
マンション								
営業収益（百万円）	25,698	30,319	24,845	30,677	31,626	22,392	47,371	75,486
戸数・区画数	670	625	563	843	716	458	1,052	1,423
平均価格（百万円）	38.4	48.5	44.1	36.4	44.2	48.9	45.0	53.0
首都圏								
営業収益（百万円）	18,167	12,299	14,731	15,959	22,948	16,330	27,979	54,073
戸数・区画数	469	212	342	421	463	351	564	876
平均価格（百万円）	38.7	58.0	43.1	37.9	49.6	46.5	49.6	61.7
その他の地域								
営業収益（百万円）	7,531	18,020	10,114	14,718	8,678	6,062	19,392	21,413
戸数・区画数	201	413	221	422	253	107	488	547
平均価格（百万円）	37.5	43.6	45.8	34.9	34.3	56.7	39.7	39.1
宅地分譲								
営業収益（百万円）	6,981	6,805	7,841	9,040	7,785	4,098	6,618	4,049
戸数・区画数	232	328	387	254	326	48	63	136
首都圏								
営業収益（百万円）	4,726	3,474	550	2,481	1,957	281	4,195	519
戸数・区画数	193	164	-	12	20	6	6	19
その他の地域								
営業収益（百万円）	2,255	3,331	7,291	6,559	5,828	3,817	2,423	3,530
戸数・区画数	39	164	387	242	306	42	57	117
その他	-	1,289	-	1,925	2,312	1,993	948	-
営業収益合計（百万円）	32,680	38,414	32,688	41,643	41,725	28,484	54,939	79,527
前期比	38.8%	17.5%	-14.9%	27.4%	0.2%	-31.7%	92.9%	44.8%
営業利益（百万円）	5,228	6,593	-6,018	-10,498	533	1,374	2,914	8,222
前期比	16.1%	26.1%	-	-	-	157.8%	112.1%	182.2%
営業利益率	16.0%	17.2%	-	-	1.3%	4.8%	5.3%	10.3%

出所：同社資料よりSR社作成

分譲事業原価

不動産賃貸事業同様、同社は、有価証券報告書で単独の分譲事業の原価明細書を開示している。分譲事業は、2009 年 3 月期から 2011 年 3 月期を除いて、ほぼ単独のみで行われており、単独決算の原価構成は連結の分譲事業セグメントとほぼ同様であると SR 社は考える。主な原価は土地代及び諸経費である。

- 土地代：営業収益の35%前後で推移している。地方物件と比較し、首都圏の物件は販売価格に占める土地代の割合が高く、物件の地域ミックスにより変動する。また、土地取得から完工までに３年程度を要することから、その間の地価変動の影響を受ける。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

Ÿ　諸経費：同社によれば、諸経費は建築費が大半を占めるという。営業収益の45%前後で推移している。また、棚卸資産の評価に関する会計基準に基づき、市況の変動により、在庫マンションの価格が急激に下落し、正味売却価額が取得原価を下回る場合には、棚卸資産評価損を諸経費に含めて計上する。2009年3月期に7,932百万円、2010年3月期に12,732百万円の棚卸資産評価損を計上した。

棚卸資産の評価に関する会計基準：棚卸資産は、取得価額をもって貸借対照表価額とし、期末における正味売却価額が取得価額より下落している場合には、当該正味売却価額をもって貸借対照表価額とするとされている。

単独　分譲事業原価明細書（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
分譲事業収益	32,680	38,415	29,094	36,505	38,014	28,484	54,939	79,537
分譲事業原価	25,443	28,147	28,808	42,595	33,346	23,392	45,596	62,282
原価率	78%	73%	99%	117%	88%	82%	83%	78%
土地代	11,321	10,825	6,951	10,914	13,889	10,804	20,930	26,670
土地代/営業収益	34.6%	28.2%	23.9%	29.9%	36.5%	37.9%	38.1%	33.5%
人件費	20	48	24	20	7	18	11	4
人件費/営業収益	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
諸経費	14,101	17,273	21,832	31,661	19,448	12,570	24,654	35,606
諸経費/営業収益	43.1%	45.0%	75.0%	86.7%	51.2%	44.1%	44.9%	44.8%
営業総利益	7,237	10,268	286	-6,090	4,668	5,092	9,343	17,255
営業層利益率	22.1%	26.7%	1.0%	-16.7%	12.3%	17.9%	17.0%	21.7%

出所：同社資料よりSR社作成

分譲事業の販管費

同事業の主な販管費は、広告宣伝費、業務委託費、人件費であり、人件費を除いて変動費的な要素が大きい。事業セグメント別の販管費は開示されていないが、SR 社の推測では、同事業の 2014 年 3 月期における売上高販管費率は 11%程度であった。

Ÿ　広告宣伝費：同社連結決算の広告宣伝費のほとんどは同事業における新聞広告、チラシの作成および配布などに費やされる費用である。同事業の営業収益に連動する傾向がある。2010年3月期以降は分譲事業営業収益の5～7%で推移している。

広告宣伝費の推移（百万円）	07年3月期 実績	08年3月期 実績	09年3月期 実績	10年3月期 実績	11年3月期 実績	12年3月期 実績	13年3月期 実績	14年3月期 実績
広告宣伝費（連結）	510	1,817	2,350	2,478	1,985	1,962	3,676	5,138
広告宣伝費/分譲事業営業収益	1.6%	4.7%	7.2%	6.0%	4.8%	6.9%	6.7%	6.5%

出所：同社資料よりSR社作成

Ÿ　業務委託費：同事業の仲介手数料として、不動産会社に支払う費用である。手数料率はマンション販売価格の３%である。
Ÿ　人件費：SR社の推測では、2014年3月期における人件費は、同事業の従業員数（2014年3月期80人）、同社単独の平均年間給与（同8.6百万円）に社会保険労務費等の会社負担分、を加味して、約800百万円であった。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

分譲事業の人件費（推定）	07年3月期	08年3月期	09年3月期	10年3月期	11年3月期	12年3月期	13年3月期	14年3月期
分譲事業の人件費	538	608	664	694	704	683	689	759
給与、賞与及び手当	467	529	578	603	612	594	599	660
従業員数（人）	60	65	71	75	73	72	73	80
単体平均年間給与（百万円）	8.7	8.5	8.5	8.3	8.3	8.2	8.3	8.6
社会保険料会社負担分	70	79	87	91	92	89	90	99

出所：同社資料よりSR社作成
*給与、賞与及び手当、社会保険料会社負担分はSR社の推定。

分譲事業の特徴

同事業は、マンション分譲事業を中心とした住宅等の分譲を行っている。マンション分譲事業においては、同社のマンションブランドである「WELLITH（ウェリス）」シリーズを初めとする事業展開を行っている。なお、宅地分譲等の住宅分譲事業についても、取得した土地の立地等に応じて適宜実施している。

マンションは主に東京都、大阪府、福岡県などで、間取り 3LDK、広さ 70～80 平方メートル、価格帯 40 百万円前後のファミリータイプマンションを開発、販売している。

同社によれば、購入者に対して、NTT グループの企業が行なっているマンション分譲事業であるという安心感が、同事業における強みになっているという。なお、不動産経済研究所「全国マンション供給ランキング」によれば、2013 年度において同社の販売戸数の順位は 16 位であった。SR 社の認識では、マンション開発業界は、参入障壁が低く、他社との差別化が困難であり、規模の経済性の追求が困難であり、供給戸数順位上位 10 社のシェアは 45%程度に留まる（2013 年度、不動産経済研究所「全国マンション供給ランキング」）。よって、業界内順位が同社の収益性、成長性に影響を及ぼす可能性は低いと考える。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

SW（Strengths, Weaknesses）分析

強み（Strengths）

- **NTTグループであること**：同社はNTT社が発行済株式の67.3%を所有するNTTグループ企業である。同社のNTTグループからの収益は、2014年３月期不動産賃貸事業収益の32.3%を占める。SR社の認識では、NTT社は、旧国営公社かつ日本最大の電気通信事業者であり、日本の通信技術の発展を担い、消費者からの信頼を得ている。このことから、SR社の考えでは、同社は、不動産賃貸事業及び分譲事業における用地取得、マンション販売におけるブランド力、オフィスビルのリーシング、社債格付け等において、メリットを得ている。
- **好立地優良物件を所有している**：同社は、日本を代表する企業集積地で、オフィス賃料が最も高い千代田区大手町に、アーバンネット大手町ビル、大手町ファーストスクエア、JAビル、経団連会館、大手町フィナンシャルシティノースタワーの４物件（SR社の推計では、延床面積ベース（区分所有物件は所有持分のみを含む）で、大手町主要オフィスビルの15%に相当）を所有している。また、地方においても都市部にオフィスビルを所有している。その結果、同業他社比で地方物件の構成比率が高く、空室率が相対的に高水準であるにも関わらず、同社は不動産賃貸事業において、大手財閥系不動産会社に引けを取らない収益性（EBITDA利回り（EBITDA÷賃貸等不動産））を確保している（「市場とバリューチェーン」の項参照）。
- **多大な含み益を抱える**：同社の貸借対照表には、NTT社から現物出資を受けた土地が取得時の簿価で計上されており、含み益となっている。2014年3月末において、同社の賃貸等不動産の時価は、1,210,052百万円、含み益は404,141百万円（前期末比2,539百万円増）であった。SR社の考えでは、このような多額の含み益は、資本利益率の底上げ、不動産売却による利益の確保、キャッシュフローの創出、資金調達における評価にメリットをもたらし、同社の経営戦略、設備投資計画に柔軟性を与えている。

弱み（Weaknesses）

- **収益が不動産賃貸事業、主要ビルに集中**:同社の営業利益に占める不動産賃貸事業の比率は2014年3月期において73%（セグメント利益の単純合算ベース）と、大手財閥系不動産会社と比較して、同事業への収益依存度が高い（「市場とバリューチェーン」の項参照）。また、不動産賃貸事業において、秋葉原UDX、アーバンネット大手町ビル、大手町ファーストスクウェアの2013年３月期の不動産賃貸事業におけるNOI構成比率はそれぞれ、23%、12%、10%と高い水準となっており、これらの主要ビルを再開発する際には、収益が大きく影響を受けることとなる。
- **NTTグループの社員数は減少が続く**:前述のとおり、NTTグループからの収益は、2014年３月期不動産賃貸事業収益の32.3%を占める。一方、NTTグループは団塊世代社員の大量退職と通信業界の競争激化に伴う効率化の必要性から、社員数の減少が進む傾向にある。SR社の考えでは、このことはNTTグループが必要とするオフィススペースの縮小につながる（「市場とバリューチェーン」の項参照）。
- **地方物件が多い**：同社は過去にNTTグループの地方に分散していた不動産会社を吸収合併した経緯から地方の物件を多く所有する。2014年3月期の貸付可能面積の55%、不動

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

産賃貸事業NOI構成比の43%を地方の物件が占めるが、これは大手財閥系不動産会社と比較して高い水準にある。国立社会保障・人口問題研究所の人口統計資料集によれば、日本の人口は2011年以降、減少が進んでいる。同研究所の将来推計人口では、2010年から2025年の間に東京都の人口が1%増加するのに対し、東京都以外の人口減少により、日本全国の人口は約6%減少すると予想されている。中長期的に地方のオフィス人口の減少は、東京都を上回る速度で進行し、同社は、同業他社と比較して、日本のオフィス人口減少の影響を受け易いとSR社は考える。

グループ会社

同社、連結子会社 14 社および持分法適用関連会社 9 社により構成される（括弧内は出資比率）。

連結子会社

プロパティマネジメント業務

- NTT都市開発北海道BS株式会社（100%）：同社が北海道に所有する建物の工事監理、管理運営などのプロパティマネジメント業務、および駐車場運営など
- エヌ・ティ・ティ都市開発ビルサービス株式会社（100%）：同社が首都圏に所有する建物の設計、施工、工事監理、および管理運営などのプロパティマネジメント業務
- NTT都市開発西日本BS株式会社（100%）：同社が西日本エリアに所有する建物の設計、施工、工事監理、および管理運営などのプロパティマネジメント業務

管理業務

- 株式会社大手町ファーストスクエア（56.5%）：大手町ファーストスクエアの建物およびその敷地の管理
- 基町パーキングアクセス株式会社（58.3%）：広島県基町地区地下道の維持管理

施設運営

- 株式会社ノックス トゥエンティ ワン（100%）：NTTグループの集会施設の運営
- デイ・ナイト株式会社（100%）：東京における同社所有のビルテナントへの飲食供給のための飲食店運営およびホール・カンファレンス等の運営

秋葉原 UDX の開発・保有

- ユーディ―エックス特定目的会社（61.0%）：秋葉原UDXの開発・保有

海外子会社

- UD EUROPE LIMITED（100%）：英国における不動産への投資及び運用
- UD USA Inc. （100%）：米国における不動産への投資および運用
- UD Australia Pty Limited（100%）：オーストラリアにおける不動産への投資及び運用

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

投資運用業

- プレミア・リート・アドバイザーズ株式会社（53.1%）：金融商品取引法に基づく投資運用業。2010年5月に株式を取得し連結子会社化。同社の他にケン・コーポレーション、総合地所、中央三井信託銀行、日興プロパティーズの計5社が出資。プレミア投資法人の運用指図を行う。同投資法人はオフィスとレジデンスを投資対象としたREITで、2002年9月に上場。2014年4月現在、出資総額94,006百万円。取得価額の総額は216,304百万円。同社の開発物件の販売先候補拡大に加え、運用資産規模拡大によるフィー収入、関連事業収入の獲得を目的とする。

持分法適用会社

- 東京オペラシティビル株式会社（23.7%）：東京オペラシティの建物管理
- 株式会社ディ・エイチ・シー・東京（50.0%）：グランパークへの冷暖房供給
- 東京オペラシティ熱供給株式会社（36.2%）：東京オペラシティ等への冷暖房供給
- 株式会社晴海四丁目まちづくり企画（36.0%）：晴海四丁目地区における都市開発における調査、企画業務
- 335 GRICES ROAD PTY LTD（50.0%）：住宅用宅地の開発および販売

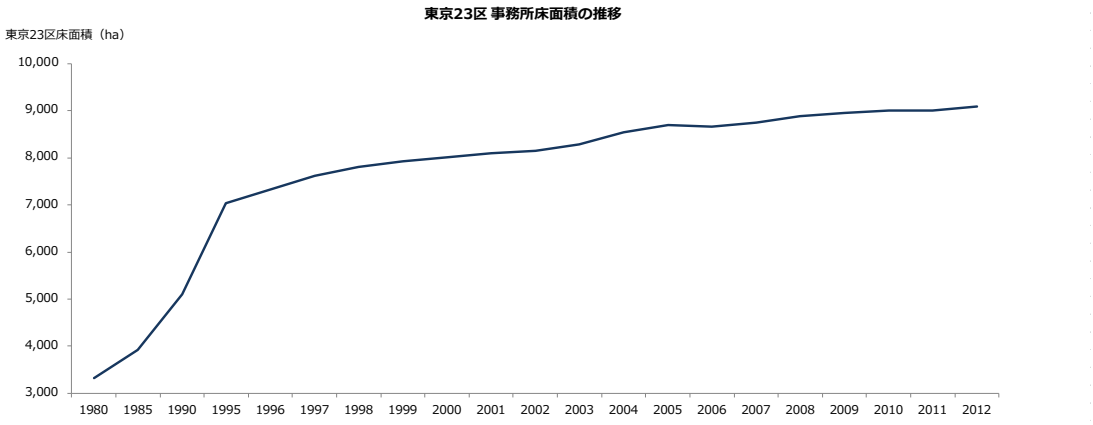
Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

市場とバリューチェーン

オフィスストックとオフィス需要

東京のオフィスストックは長期にわたり拡大を継続

東京のオフィスストックは、1980 年代から 1990 年代前半に拡大し、その後も緩やかながら、拡大傾向を継続している。



	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
東京23区事務所床面積（ha）	3,324	3,924	5,101	7,037	7,332	7,619	7,809	7,925	8,006	8,106	8,150	8,288	8,544	8,703	8,672	8,748	8,889	8,959	9,006	9,014	9,094
変化率	-	18.1%	30.0%	38.0%	4.2%	3.9%	2.5%	1.5%	1.0%	1.2%	0.5%	1.7%	3.1%	1.9%	-0.4%	0.9%	1.6%	0.8%	0.5%	0.1%	0.9%

出所：「東京の土地」をもとにSR社作成

「東京の土地」によれば、1980 年から 1990 年の間に東京 23 区の事務所床面積は約 1.5 倍に拡大した。それにも関わらず、1980 年代の経済成長によって、東京都のオフィス需給は逼迫し、空室率の低下と賃料の上昇をもたらした。三鬼商事「オフィスデータ」によれば、1990 年の都心 5 区のオフィス空室率は 0.39%にまで低下し、平均賃料は 41,197 円/坪となった。なお、2013 年の都心 5 区のオフィス空室率は 7.34%、平均賃料は 16,207 円/坪であった。

1990 年代前半は、バブル経済崩壊以前に企画・施工されたビルの竣工が進んだことでオフィスストックの拡大は続き、1990 年から 1995 年の間に東京 23 区の事務所床面積は約 1.4 倍に拡大した。オフィスストックの拡大に加え、バブル経済崩壊によって就業人口が減少したことで、都心 5 区のオフィス空室率は 1994 年には 8.1%にまで上昇した（出所：三鬼商事「オフィスデータ」）。しかし、1990 年から 1995 年の間に、東京都の鉄道における定期乗車人員数（JR、地下鉄、私鉄の定期乗車人員合計、東京都の就業者数の推移を動的に把握する指標として SR 社は重視している）は約 3.2%減少し、東京 23 区の事務所床面積は 38.0%拡大したにもかかわらず、1995 年の都心 5 区の空室率は 6.1%に留まった。これは、この間の新規供給量の大部分が、後述する一人当たりオフィススペースの拡大によって吸収されたことによると SR 社は推測する。

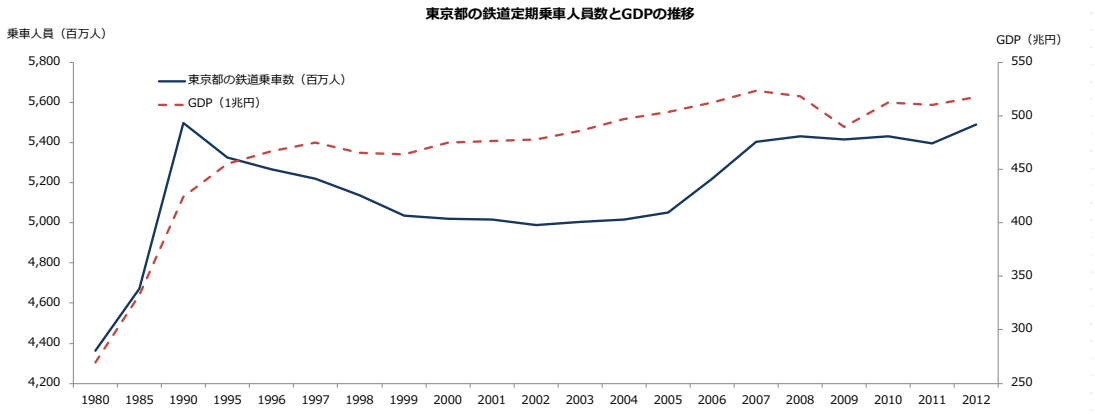
1995 年以降、オフィスストックの拡大ペースは減速し、2000 年以降はさらに緩やかな増加

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

ペースとなっている。特に 2005 年以降は解体・再開発に伴うとみられる一定量の供給の減少が継続して発生しており、2000 年から 2012 年のオフィスストックの拡大ペースは年率 1.1%に留まっている。

東京都の鉄道における定期乗車人員数は国内景気に連動

1980 年代以降では、東京都の鉄道における定期乗車人員数は 1990 年のバブル経済崩壊後、2002 年まで減少を続けた。その後、2008 年のリーマンショック後の 2009 年に、一時的に減少したが、2002 年を底として緩やかに増加を継続している。長期的には、東京都の鉄道における定期乗車人員数は日本の GDP と強い相関（下表の相関係数は 0.91）を示して推移しており、GDP の成長に伴い、増加を継続していると SR 社は考える。



	1980	1985	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
東京都の鉄道乗車数（百万人）	6,698	7,262	8,565	8,421	8,434	8,355	8,315	8,265	8,306	8,411	8,456	8,577	8,571	8,674	8,991	9,380	9,432	9,355	9,305	9,236	9,458
GDP（1兆円）	270	333	424	455	467	475	465	464	475	477	478	486	497	504	512	524	518	490	512	510	517

出所：「東京統計年鑑」をもとにSR社作成
*鉄道乗員数は、JR、地下鉄、私鉄の定期乗車人員数の合計

一人当たりオフィススペースは 1990 年代前半に増加、その後は概ね横ばいで推移。

1980 年代は首都圏のオフィスストックは不足し、一人当たりオフィススペースを拡大する余地が限られていた。1990 年代前半に、バブル期に建設されたビルが竣工し、オフィスストックが拡大したことで、一人当たりオフィススペースが拡大、バブル経済崩壊による就業人口の減少とオフィスストックの拡大を吸収した。

	1990	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
一人当たり床面積（㎡）	18.8	23.1	22.7	23.3	22.8	22.8	22.5	23.6	21.7	21.8	22.0	22.0	21.7	21.8	21.6	22.2	22.3	23.3	22.7
変化率	-	22.9%	-1.7%	2.6%	-2.1%	0.0%	-1.3%	4.9%	-8.1%	0.5%	0.9%	0.0%	-1.4%	0.5%	-0.9%	2.8%	0.5%	4.5%	-2.6%

出所：日本ビルヂング協会連合会「ビル実態調査のまとめ」をもとにSR社作成

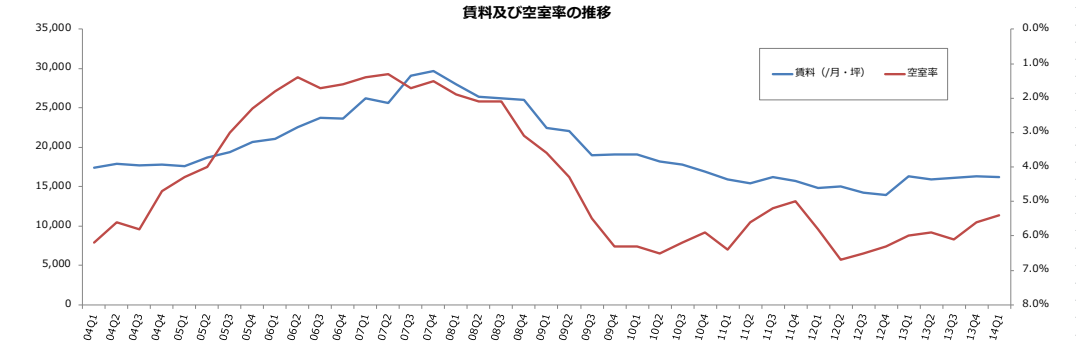
Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

オフィス需要の概況

空室率と賃料

東京都において、1980 年から 1990 年代前半の大量供給と、その後の継続的なオフィスストックの供給は、前述の通り、一人当たりオフィススペースと就業者数の増加により吸収され、慢性的なオフィスストックの供給過剰には至っていないと SR 社は考える。2000 年代において、都心 5 区の空室率は 2003 年をピークに低下に転じ、2007 年には 2.65%にまで低下したことからも、空室率および賃料の変動は構造的な問題ではなく、短期的な景気変動影響を受けやすいといえよう。

東京の賃貸オフィス市場は、リーマンショック以降、賃料の低下と空室率の上昇が続いたが、需給の改善を背景に 2012 年第 3 四半期を底に空室率は低下し、賃料も反転しつつある。



	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
賃料（/月・坪）	17,460	17,939	17,686	17,835	17,611	18,694	19,352	20,667	21,051	22,558	23,741	23,690	26,218	25,679	29,119	29,733	28,015	26,458	26,205	26,020	22,512	22,063
空室率	6.2%	5.6%	5.8%	4.7%	4.3%	4.0%	3.0%	2.3%	1.8%	1.4%	1.7%	1.6%	1.4%	1.3%	1.7%	1.5%	1.9%	2.1%	2.1%	3.1%	3.6%	4.3%

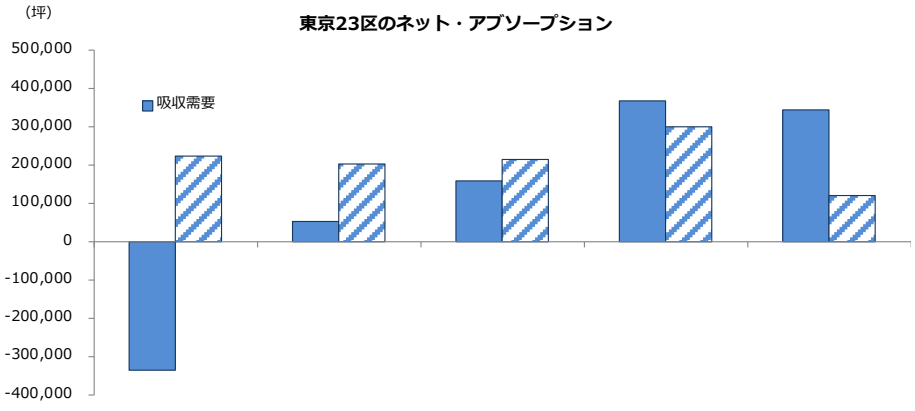
	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
賃料（/月・坪）	19,048	19,117	19,060	18,217	17,806	16,952	15,940	15,468	16,267	15,717	14,828	15,081	14,260	13,983	16,368	15,942	16,107	16,347	16,177
空室率	5.5%	6.3%	6.3%	6.5%	6.2%	5.9%	6.4%	5.6%	5.2%	5.0%	5.8%	6.7%	6.5%	6.3%	6.0%	5.9%	6.1%	5.6%	5.4%

出所：三幸エステート株式会社

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

需給概況

オフィスの受給に関しては、2012 年には新築ビルの竣工により、供給量が増加したものの、需要の増加が上回った。2013 年は需要の回復基調が続く中、供給が減少し、需給バランスの改善が進んだ。



	09年	10年	11年	12年	13年
吸収需要（坪）	-336,398	53,053	158,944	366,932	344,942
新規供給面積（坪）	225,925	204,287	216,979	300,076	121,101

出所：三幸エステート

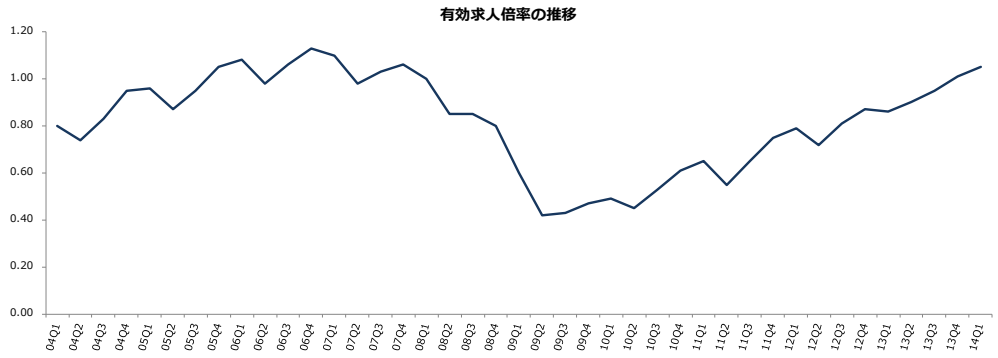
*ネット・アブソープション（吸収需要）＝「期初竣工済募集面積」＋「新規供給面積（期間中に竣工した新築ビルの貸付面積）」－「期末竣工済募集面積」

*ネット・アブソープション（吸収需要）とは各調査期間内のオフィス需要面積（稼動面積＝入居済面積）の増減

*新規供給面積とは各調査期間内に竣工した新築ビルの貸付面積。

有効求人倍率

需要面では、有効求人倍率が 2009 年第 2 四半期を底に反転し、直近のピークであった 2006 年に並ぶ水準まで上昇している。



	04Q1	04Q2	04Q3	04Q4	05Q1	05Q2	05Q3	05Q4	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2
有効求人倍率（%）	0.80	0.74	0.83	0.95	0.96	0.87	0.95	1.05	1.08	0.98	1.06	1.13	1.10	0.98	1.03	1.06	1.00	0.85	0.85	0.80	0.60	0.42

	09Q3	09Q4	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2	13Q3	13Q4	14Q1
有効求人倍率（%）	0.43	0.47	0.49	0.45	0.53	0.61	0.65	0.55	0.65	0.75	0.79	0.72	0.81	0.87	0.86	0.90	0.95	1.01	1.05

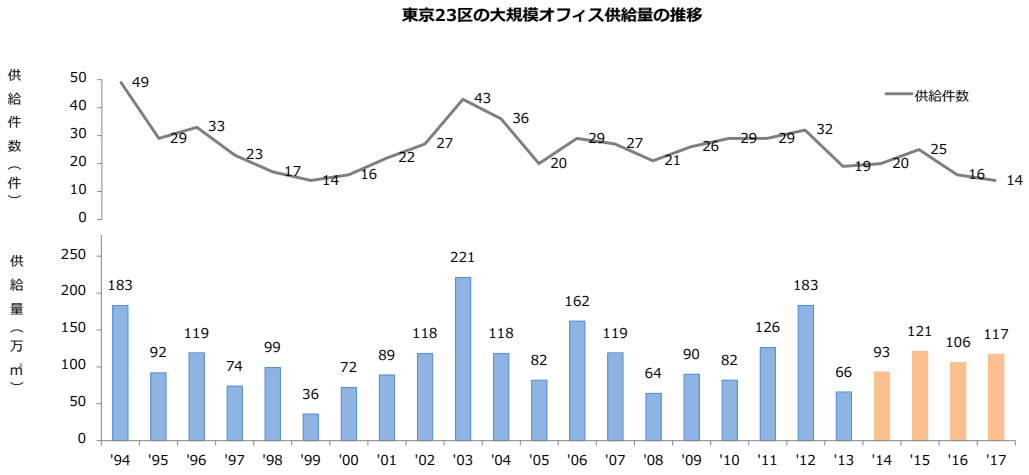
出所：厚生労働省「一般職業紹介状況」

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

オフィスストックの供給量

新規オフィスビルの竣工

供給面に関して、森トラスト株式会社「東京 23 区の大規模オフィスビル供給量調査'14」によれば、東京 23 区における大規模オフィス供給量は、2012 年に大手町・丸の内地区の再開発など物件の竣工が集中したが、2013 年は減少に転じ、2014 年は増加するものの年間 100 万㎡を下回る見通しである。また、2015～2017 年も、年間 100 万㎡を超えるものの 2000 年以降の平均 113 万㎡前後の水準で推移するとみられる。



出所：森トラスト株式会社「東京 23 区の大規模オフィスビル供給量調査」

解体によるオフィスストックの減少も進む

三鬼商事「オフィスマーケット」をもとに、オフィスストックの前年比増減と新規供給量の差をオフィスの解体による減少とすれば、下表のとおり、2005 年以降、解体や再開発の進行により、毎年、一定量の延床面積の減少がみられる。

また、「東京の土地」によれば、1960 年代以前に建てられた事務所床面積の割合は、東京 23 区全体では 11%であり、中期的に、これらのビルの解体や再開発が進むことで、オフィスストックの増加ペースは抑制されると SR 社は推測する。

オフィスストックの増減

	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年
オフィスストック（坪）	10,381,945	10,522,795	10,859,410	10,948,572	11,208,529	11,242,939	11,442,942	11,861,244	12,003,322
純増（坪） (a)	175,619	140,850	336,615	89,162	259,957	34,410	200,003	418,302	142,078
増加（坪） (b)	261,719	229,223	473,088	221,991	294,687	220,052	265,409	478,691	245,136
減少（坪） (a) - (b)	-86,100	-88,373	-136,473	-132,829	-34,730	-185,642	-65,406	-60,389	-103,058

出所：三鬼商事「オフィスマーケット」をもとにSR社作成
*オフィスストックの純増は、延床面積の前年との差、オフィスストックの増加は新規供給の延床面積

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

大手町のオフィス供給

2014 年 8 月現在、大手町の主要オフィスビルの延床面積は 1,382,884 ㎡である。同社の所有または区分所有の大手町のオフィスビルの延床面積は 210,309 ㎡（区分所有物件は所有持分のみを含む）と、大手町主要賃貸オフィスビルの 15%を占める。2014 年 4 月には大手町タワーが竣工し、大手町の主要賃貸オフィスビルの延床面積は、約 17%拡大したと SR 社は算定している。

大手町主要オフィスビル	用途	住所	階数	敷地面積 ㎡	延床面積 ㎡	竣工	事業者
パレスビル	事務所	1丁目1	地上23階 地下1階	10,440	66,850	2012年1月	三菱地所
大手町センタービル	事務所	1丁目1	地上24階 地下4階	5,775	67,412	1983年9月	
ＪＡビル、経団連会館	事務所	1丁目3	地上37階 地下4階	13,400	71,200	2009年4月	NTT都市開発　区分所有（所有持分26,517㎡）
大手町タワー	事務所、宿泊施設、店舗	1丁目5	地上38階 地下6階	11,038	198,000	2014年4月	東京プライムステージ 大成建設 東京建物
大手町 ファーストスクエア	事務所	1丁目5	地上23階 地下5階	11,043	143,207	1992年2月	NTT都市開発　区分所有（所有持分54,284㎡）
			地上23階 地下4階			1997年5月	
大手町ビルヂング	事務所、店舗	1丁目6	地上9階 地下3階	10,496	111,272	1958年4月	三菱地所
東京サンケイビル	事務所、店舗、会議室	1丁目7	地上31階 地下4階	6,262	83,255	Ⅰ期：2000年9月 Ⅱ期：2002年9月	サンケイビル
大手町フィナンシャルシティ	事務所	1丁目9	地上31階 地下4階	14,100	242,100	2012年10月	NTT都市開発　区分所有（所有持分8,949㎡）
大手町野村ビル	事務所	2丁目1	地上27階 地下5階	4,423	59,930	1994年2月	野村不動産
新大手町ビルヂング	事務所、店舗	2丁目2	地上10階 地下3階	8,530	88,785	1958年12月	三菱地所
アーバンネット 大手町ビル	事務所	2丁目2	地上22階 地下5階	15,400	120,559	1990年2月	NTT都市開発
日本ビルヂング	事務所	2丁目6	地上14階	9,865	130,314	1962年7月	三菱地所
合計					1,382,884		

出所：各種資料よりSR社作成

大手町連鎖型都市再生プロジェクトにより、2016 年までに大手町 1-1 計画 A 棟及び B 棟、大手町第 3 次再開発事業（B-2 街区）の竣工が予定されている。当該オフィスビル竣工により、賃貸オフィスビルの延床面積は 2014 年 8 月現在と比較し、462,351 ㎡、33%拡大すると SR 社は見込んでいる。それに対し、同社の主力オフィスビルであるアーバンネット大手町は 1990 年 2 月竣工、大手町ファーストスクエアは 1992 年 2 月竣工と築年数の経過という点では劣位にあると考えられる。同一地区内において新規オフィススペースが供給されることにより、空室率上昇、賃料低下圧力といった需給悪化が懸念されよう。

ただし、大手町の再開発事業においては、ビルの一部は宿泊施設やサービスアパートメント

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

などとして活用され、オフィス以外の需要を取り込む工夫も計画されている。

> 大手町連鎖型都市再生プロジェクト：2003 年 1 月、都市再生本部において決定された「都市再生プロジェクト（第 5 次決定）」に基づき、「大手町連鎖型都市再生プロジェクト」の取り組みを開始。同プロジェクトは、旧大手町合同庁舎 1、2 号館跡地を種地として活用し、独立行政法人都市再生機構の施行による区画整理事業の換地の手法を用い、場所を変えながら複数回にわたり段階的に連続的な建て替えを推進し、大手町地区の再生を目指すもの。

再開発計画		用途	住所	階数	敷地面積 ㎡	延床面積 ㎡	竣工	概要	事業者
大手町1-1計画	A棟	事務所、店舗	1丁目1	地上22階 地下5階	6,898	108,351	2015年11月	旧りそな・マルハビルと三菱UFJ銀行大手町ビルの再開発事業	三菱地所・JXホールディングス・大手町デベロップメント特定目的会社
	B棟	事務所、サービスアパートメン		地上29階 地下5階	9,338	149,000	2016年度		
大手町第３次 再開発事業（B-2街区）		事務所、宿泊施設、店舗	1丁目5	地上31階 地下4階 地上18階 地下3階	11,200	205,000	2016年 （2014年4月）	旧日本政策投資銀行、公庫ビル、新公庫ビル	三菱地所
大手町二丁目地区 再開発事業	A棟	事務所、店舗、会議室	2丁目3	地上35階 地下3階	20,000	199,000	2018年5月 （2015年6月着	旧東京国際郵便局ビル、逓信ビルの再開発事業	都市再生機構 NTT都市開発
	B棟			地上33階 地下3階		150,000			
大手町1丁目２番街区			1丁目2		20,847	-	2019年 （2016年着工）	「三井物産ビル」、「大手町一丁目三井ビルディング」、「大手町パルビル」を一体で建替え開発	三井物産 三井不動産
合計						811,351			

出所：各種資料よりSR社作成

NTT グループの社員数減少

同社は NTT グループに属しており、2014 年 3 月期における不動産賃貸事業の NTT グループからの収益は 32.3%を占めた。

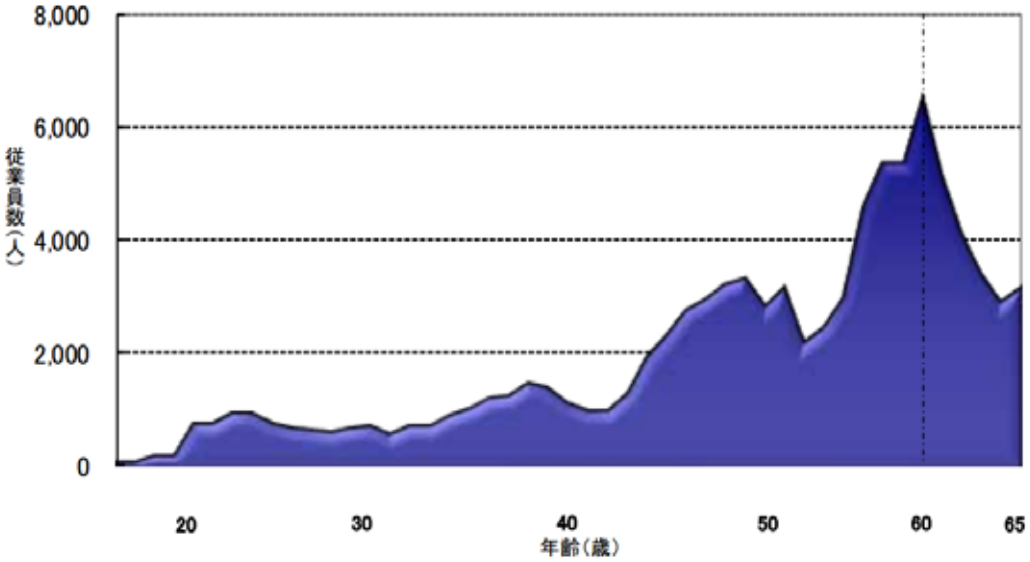
NTTグループは、2014年3月期末連結ベースで従業員数239,756人、臨時従業員数100,455人の体制である。特に NTT 東日本、西日本電信電話株式会社（以下、NTT 西日本）、NTT 東西のアウトソーシング会社からなる地域通信事業セグメントは同従業員数 75,838 人、臨時従業員数 66,273 人と NTT グループ内で、最大の従業員数及び臨時従業員数を抱えている。

また、NTT 東西社及びアウトソーシング（OS）会社は団塊世代の従業員が多い構造となっているが、2015 年 3 月期以降の 10 期間程度は、年 3,000～7,000 人の団塊世代社員の退職が進むと SR 社は予想している。

同社によれば、地方都市に所有している物件では、NTT グループがテナントとなっていることが多いという。中期的に、NTT グループは社員数の減少に伴いオフィススペースを縮小すると SR 社は考える。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

NTT 東西社及びアウトソーシング（OS）会社等の年齢構成（2014 年 3 月末時点）



出所：NTT社資料

*東 OS 会社等の従業員数には、都道県域総合会社（NTT 東日本-東京等）、NTT-ME 及び NTT 東日本ソリューションズの人員が含まれている。西 OS 会社等の従業員数には、NTT ビジネスソリューションズ、NTT マーケティングアクト、NTT ネオメイト、NTT フィールドテクノ及び NTT ビジネスアソシエ西日本の人員が含まれている。

同業他社

同業他社との業績比較

NTT都市開発		14年3月期	三菱地所	14年3月期	三井不動産	14年3月期	住友不動産	14年3月期
営業収益	不動産賃貸	95,709	ビル事業	484,229	賃貸	449,699	不動産賃貸	283,729
	分譲	79,527	住宅事業	403,259	分譲	409,466	不動産販売	234,093
	その他	13,950	都市開発事業	48,029	マネジメント	314,230	その他	262,451
			海外事業	80,366	その他	341,857		
			その他	59,402				
	合計	189,186	合計	1,075,285	合計	1,515,252	合計	780,273
営業利益	不動産賃貸	27,189	ビル事業	108,172	賃貸	109,205	不動産賃貸	97,951
	分譲	8,222	住宅事業	27,778	分譲	27,099	不動産販売	39,208
	その他	-4,953	都市開発事業	8,130	マネジメント	49,945	その他	23,312
			海外事業	25,579	その他	-13,682		
			その他	-8,388				
	合計	30,458	合計	161,271	合計	172,567	合計	160,471
不動産賃貸	営業利益率	28.4%		22.3%		24.3%		34.5%
	営業利益構成比	89.3%		67.1%		63.3%		61.0%
	EBITDA/賃貸等不動産（簿価）	6.5%		5.5%		6.6%		5.4%
	EBITDA/賃貸等不動産（時価）	4.3%		3.3%		4.5%		3.9%
自己資本比率		18.8%		27.9%		28.0%		16.8%
ROE		6.3%		5.0%		6.3%		10.4%
ROA		2.6%		2.9%		3.2%		3.1%

出所：各種資料をもとにSR社作成

*不動産賃貸事業の営業利益構成比は営業利益に対する比率、三菱地所はビル事業、三井不動産は賃貸、住友不動産は不動産賃貸を不動産賃貸事業とした。

*EBITDAは営業利益+減価償却費とした。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

同業他社との比較で、同社の大きな違いは、不動産賃貸事業の営業利益構成比が高いことがあげられる。また、不動産賃貸事業の収益性（EBITDA/賃貸等不動産（時価））に関しては三井不動産に次ぐ水準となっている。

不動産賃貸事業の営業利益構成

同社の不動産賃貸事業の営業利益構成比は 2014 年 3 月期で 89.3%であり、三菱地所の同 67.1%、三井不動産の同 63.3%、住友不動産の同 61.0%と比較して、同事業の収益依存度が大きい。同業他社は住宅、不動産販売、海外、その他の事業に営業利益が分散している。

収益性

不動産事業の収益性に関して、同業他社の公表数値から算出可能な EBITDA/賃貸等不動産で比較すると、簿価ベース、時価ベースのいずれにおいても、同社の収益性は、三菱地所、住友不動産を上回り、三井不動産に次ぐ水準を確保している。

同業他社との主要設備（ビル）の比較

主要設備の地域別構成比を同業他社と比較すると、同社の首都圏（東京都を含む）に立地しているビルは 41.3%で、三菱地所の 97.1%、三井不動産の同 85.5%、住友不動産の同 95.7%と比べ、低い水準となっている。一方、その他（地方都市）に立地するビルの比率は 58.6%で、大手財閥系不動産 3 社に比べて高い。築年数及び 1 棟あたりの平均床面積に関して、同社の設備は住友不動産と類似しており、三菱地所及び三井不動産と比較し、平均築年数は短く、小規模である。

NTT 都市開発及び大手不動産会社の主要設備

NTT都市開発	14年3月期	三菱地所	14年3月期	三井不動産	14年3月期	住友不動産	14年3月期
主要設備延床面積の地域別構成比							
東京都心5区	30.4%		84.3%		59.1%		81.4%
東京都	1.9%		0.0%		7.9%		12.9%
首都圏	9.0%		12.8%		18.5%		1.4%
その他	58.6%		2.9%		14.4%		4.2%
築年数（年）	14.8		28.7		19.6		13.1
1棟当たり平均床面積（㎡）	31,329		74,839		65,898		34,616
賃貸等不動産（簿価）	805,911		3,074,645		2,256,785		2,504,742
賃貸等不動産（時価）	1,210,052		5,060,986		3,472,694		3,494,748
含み益	404,141		1,986,341		1,215,909		990,006
含み益/賃貸等不動産（簿価）	50.1%		64.6%		53.9%		39.5%

出所：各社の有価証券報告書をもとにSR社算出

*東京都心５区は千代田区、中央区、港区、新宿区、渋谷区

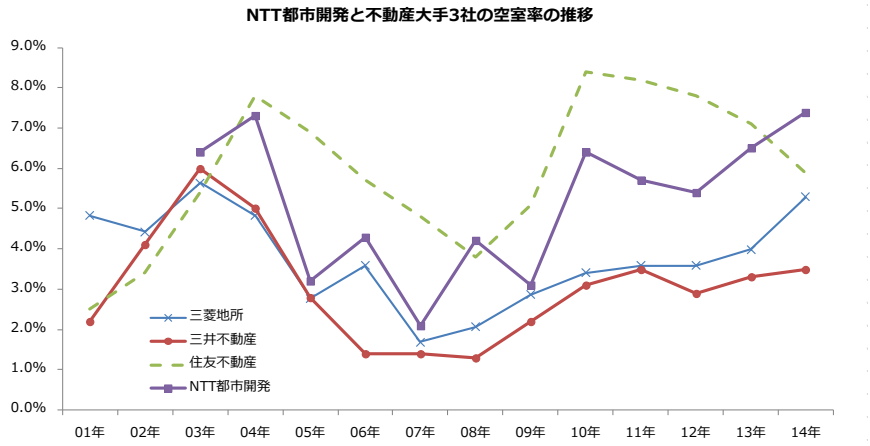
*東京都は都心５区を除く

*首都圏は、神奈川県・埼玉県・千葉県

*築年数は、主要設備の合計延床面積に対する個々のビルの比率に応じた加重平均

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

空室率の推移



	01年	02年	03年	04年	05年	06年	07年	08年	09年	10年	11年	12年	13年	14年
三菱地所	4.8%	4.4%	5.6%	4.8%	2.8%	3.6%	1.7%	2.1%	2.9%	3.4%	3.6%	3.6%	4.0%	5.3%
三井不動産	2.2%	4.1%	6.0%	5.0%	2.8%	1.4%	1.4%	1.3%	2.2%	3.1%	3.5%	2.9%	3.3%	3.5%
住友不動産	2.5%	3.4%	5.4%	7.8%	6.9%	5.7%	4.8%	3.8%	5.1%	8.4%	8.2%	7.8%	7.1%	5.9%
NTT都市開発			6.4%	7.3%	3.2%	4.3%	2.1%	4.2%	3.1%	6.4%	5.7%	5.4%	6.5%	7.4%

出所：各社資料をもとにSR社作成

*各年3月末の空室率

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

過去の業績

2014 年 3 月期通期実績

2014 年 3 月期の業績は、営業収益 189,186 百万円（前期比 26,017 百万円増、15.9%増）、営業利益 30,458 百万円（同 3,057 百万円増、11.2%増）、経常利益 24,865 百万円（同 2,848 百万円増、12.9%増）となった。また、固定資産売却に伴う特別利益および特別損失を計上したことや法人税等により、当期純利益は 11,343 百万円（同 730 百万円減、6.1%減）となった。

特別損益に関しては、グランパークの持分や UDX 特定目的会社優先出資証券の持分等の固定資産売却益計上により、特別利益が 8,576 百万円となった。一方、トレードピア淀屋橋等の固定資産売却損、減損損失、固定資産除却損の計上により、特別損失は 13,103 百万円となった。

賃貸ビルの新規竣工や分譲マンションの引渡戸数の増加等を通じた収益力の強化に取り組みつつ、持続的な成長を目指して事業を展開した。また、英国においては、ロンドン市のオフィスビル「265 Strand」を取得するとともに、米国においては、現地法人を設立し、ニューヨーク市でのオフィス・商業複合ビルの再開発プロジェクトに参画するなど、グローバル事業の推進にも努めた。

セグメント別の状況は、以下の通りであった。

不動産賃貸事業
営業収益 96,595 百万円（前期比 2,086 百万円増、2.2%増）、営業費用 69,406 百万円（前期比 4,113 百万円増、6.3%増）、営業利益 27,189 百万円（前期比 2,026 百万円減、6.9%減）となった。

営業収益の前期比 2,086 百万円増の内訳は、既存物件の賃料収入の減少等の影響があった一方、アーバンネット神田ビル（東京都千代田区）、「大手町フィナンシャルシティ ノースタワー」（東京都千代田区）、グランフロント大阪（大阪府大阪市）等の前期に竣工した物件および新たに竣工した物件の賃料収入等が約 2,300 百万円の増収要因となった。一方、既存物件の空室率上昇などが約 3,900 百万円の減収要因となった。また、第 1 四半期におけるアーバンネット入船ビル（東京都中央区）など 4 物件の売却、前第 1 四半期における海外物件の売却収入がなくなったことなどが約 3,600 百万円の増収要因となった。

営業利益の前期比 2,026 百万円減の内訳は、営業収益が前期比 2,086 百万円増加した一方、営業費用が前期比 4,113 百万円増加したことによる。営業費用の前期比増加理由は、新規物件の原価増約 2,500 百万円、国内物件売却に伴う原価増約 3,700 百万円などによる。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

NOI は、全国では 56,109 百万円（前期比 287 百万円減、0.5%減）となった。首都圏においては、既存ビルの減収等があったものの、物件売却による利益計上等により NOI は増加し、33,809 百万円（前期比 628 百万円増、1.9%増）となった。海外を含むその他の地域においては、グランフロント大阪（大阪府大阪市）等の前期に竣工した物件による増収等があったものの、前期における英国ロンドン市のオフィスビルの売却等により、22,300 百万円（前期比 916 百万円減、3.9%減）となった。

物件売却等の影響を除く NOI は、全国では 51,489 百万円（前期比 2,010 百万円減、3.8%減）となった。首都圏においては、29,557 百万円（前期比 3,623 百万円増、10.9%減）となった。海外を含むその他の地域においては、21,932 百万円（前期比 1,614 百万円増、7.9%増）となった。

貸付可能面積は 1,193,561 ㎡（前期末比 0.5%減）となった。当期においては、「レソラ サウステラス」（福岡県福岡市）等が竣工した。一方、アーバンネット入船ビル（東京都中央区）など 4 物件を売却した。

2014 年 3 月の空室率は都心 5 区で 6.4%（2013 年 3 月は 4.0%）、全国で 7.4%（同 6.5%）と上昇した。

分譲事業

営業収益 79,537 百万円（前期比 24,598 百万円増、44.8%増）、営業費用 71,315 百万円（同 19,290 百万円増、37.1%増）、営業利益 8,222 百万円（同 5,307 百万円増、182.1%増）となった。マンションの引渡戸数の増加や販売単価の上昇等により、増収増益となった。

営業収益の前期比 24,598 百万円増の内訳は、マンションの引渡戸数が 1,423 戸（前期比 371 戸増、35.3%増）となったことに加え、高額物件が多かったことによる単価の上昇により、約 28,100 百万円の増収要因となった。一方、宅地分譲等は、前期における大規模な土地売却収入がなくなった影響などにより、約 3,500 百万円の減収要因となった。

営業利益の前期比 5,307 百万円増の内訳は、営業収益が前年同期比で 24,598 百万円増加した一方、営業収益の増加により、営業費用が前年同期比 19,290 百万円増加したことによる。

ウェリス代官山猿楽町（東京都渋谷区）、ウェリス有栖川（東京都港区）、ウェリス稲毛（千葉県千葉市）、ウェリス舞子（兵庫県神戸市）等の引渡しを行い、過年度竣工物件を含め過去最多となる 1,423 戸の引渡しを行った。また、当期に、新たにウェリスつくば研究学園テラス（茨城県つくば市）、ウェリス鶴見緑地（大阪府大阪市）等の販売を開始した。宅地・戸建分譲については、ウェリスパーク新宮杜の宮（福岡県糟屋郡）等の引渡しを行った。

その他

営業収益 18,532 百万円（前期比 397 百万円減、2.1%減）、営業費用 16,802 百万円（同 546

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

百万円減、3.2%減)、営業利益 1,729 百万円（同 148 百万円増、9.4%増）となった。

工事進行基準を適用した「大手町フィナンシャルシティノースタワー」が前期に竣工し収益実績がないことや連結子会社における受託工事収入の増加などによる。

主な貸借対照表項目に関しては、以下の通りであった。

資産

総資産は、985,507 百万円（前期末比 44,457 百万円増）となった。棚卸資産が減少したことや、有形固定資産が増加した。

賃貸等不動産の時価は、1,210,052 百万円、含み益は 404,141 百万円（前期末比 2,539 百万円増）であった。

棚卸資産は、78,497 百万円（前期末比 9,186 百万円減）となった。マンション分譲や土地仕入れ、固定資産からの振替などによる。

固定資産は、860,155 百万円（前期末比 50,948 百万円増）となった。グランパークの持分、UDX 特定目的会社優先出資証券の持分、トレードピア淀屋橋等の売却、新規投資や大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業の権利変換に伴う土地の取得、棚卸資産への振替などによる。

負債および純資産

有利子負債は、507,252 百万円（前期末比 1,263 百万円増）となった。UD ヨーロッパの為替影響などによる。現金及び現金同等物などを控除したネット有利子負債は 488,345 百万円(前期末比 3,082 百万円減)となった。

負債合計は、756,915 億円（前期末比 29,700 百万円増）となった。有利子負債の増加に加え、大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業の土地取得に伴う長期未払金が前期末比 40,138 百万円増加したことなどによる。

純資産合計は、228,591 百万円(前期末比 14,756 百万円増)となった。株主資本の増加 5,748 百万円（当期純利益、配当金の支払い等)、少数株主持分の増加 5,361 百万円（UDX 特定目的会社優先出資証券持分売却等)、その他純資産の増加 3,648 百万円（為替影響等）による。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

損益計算書

損益計算書 （百万円）	07年3月期 連結	08年3月期 連結	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
営業収益	**128,215**	**138,206**	**144,277**	**149,224**	**145,693**	**136,842**	**163,168**	**189,186**
前年比	15.7%	7.8%	4.4%	3.4%	-2.4%	-6.1%	19.2%	15.9%
営業原価	91,781	96,042	104,259	115,823	104,442	96,433	117,163	136,519
営業総利益	**36,433**	**42,163**	**40,017**	**33,401**	**41,251**	**40,409**	**46,004**	**52,666**
売上総利益率	28.4%	30.5%	27.7%	22.4%	28.3%	29.5%	28.2%	27.8%
販売費及び一般管理費	11,342	13,445	14,773	17,271	16,926	15,043	18,603	22,207
売上高販管費比率	8.8%	9.7%	10.2%	11.6%	11.6%	11.0%	11.4%	11.7%
営業利益	**25,091**	**28,718**	**25,244**	**16,129**	**24,324**	**25,365**	**27,401**	**30,458**
前年比	15.5%	14.5%	-12.1%	-36.1%	50.8%	4.3%	8.0%	11.2%
営業利益率	19.6%	20.8%	17.5%	10.8%	16.7%	18.5%	16.8%	16.1%
営業外収益	1,850	2,801	2,373	2,564	2,512	2,321	2,500	2,326
営業外費用	4,003	5,323	8,113	8,477	8,282	8,457	7,885	7,919
経常利益	**22,938**	**29,196**	**19,504**	**10,215**	**18,554**	**19,229**	**22,016**	**24,865**
前年比	25.0%	27.3%	-33.2%	-47.6%	81.6%	3.6%	14.5%	12.9%
経常利益率	17.9%	21.1%	13.5%	6.8%	12.7%	14.1%	13.5%	13.1%
特別利益	306	743	12,037	17,628	220	60	389	8,576
特別損失	1,432	1,929	4,147	6,025	2,652	2,863	3,436	13,103
法人税等	8,814	10,252	9,755	14,366	5,431	-2,951	5,545	7,533
税率	40.4%	36.6%	35.6%	65.8%	33.7%	-18.0%	29.2%	37.0%
当期純利益	**12,995**	**14,758**	**15,989**	**6,116**	**9,307**	**15,586**	**12,073**	**11,343**
前年比	14.0%	13.6%	8.3%	-61.7%	52.2%	67.5%	-22.5%	-6.0%
利益率（マージン）	10.1%	10.7%	11.1%	4.1%	6.4%	11.4%	7.4%	6.0%

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

2013 年 3 月期

2013 年 3 月期の業績は、営業収益 163,168 百万円（前期比 26,325 百万円増、19.2%増）、営業利益 27,401 百万円（同 2,036 百万円増、8.0%増）、経常利益 22,016 百万円（同 2,787 百万円増、14.5%増）となった。また、当期純利益は 12,073 百万円（同 3,512 百万円減、22.5%減）となった。当期純利益の減益要因は、法人税率見直しに関連する法律が公布された影響により、前期においては、当期純利益が増加していたことなどによる。

不動産賃貸事業

営業収益 94,509 百万円（前期比 3,439 百万円増、3.8%増）、営業利益 29,216 百万円（同 1,733 百万円増、6.3%増）となった。

営業収益の前期比 3,439 百万円増の内訳は、既存物件の賃料収入等の減少が約 1,200 百万円、建替え等による影響が約 600 百万円の減収要因となった。一方、新規物件の賃料収入として、2011 年 8 月に竣工したアーバンネット天神ビルが約 300 百万円、2012 年 7 月に竣工したアーバンネット神田ビルが約 500 百万円の増収要因となった他、ロンドンのオフィスビルの売却収入および違約金収入を約 4,000 百万円計上した。

空室率の状況について、2013 年 3 月末時点の都心 5 区の空室率は 4.0%と、2012 年 3 月末

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

比で 2.0 ポイント上昇し、全国においても空室率は 6.5%と、2012 年 3 月末比で 1.1 ポイント上昇した。

NOI は全国で 56,397 百万円（前期比 2,079 百万円増、3.8%増）となった。首都圏においては既存ビルの減収等により NOI は減少し、33,180 百万円（同 880 百万円減、2.6%減）となった。海外を含むその他地域においては、アーバンネット天神ビル等の 2012 年 3 月期に竣工した物件および英ロンドン市のオフィスビルの売却等により、23,216 百万円（同 2,959 百万円増、14.6%増）となった。

アーバンネット神田ビル（東京都千代田区）、「大手町フィナンシャルシティ ノースタワー」（東京都千代田区）、グランフロント大阪（大阪府大阪市）等が竣工した。また、英国ロンドン市のオフィスビル「20 Finsbury Circus」を取得するなど、海外事業の推進にも努めた。

分譲事業

営業収益 54,939 百万円（前期比 26,454 百万円増、92.9%増）、営業利益 2,914 百万円（同 1,539 百万円増、112.0%増）となった。

マンション分譲については、1,052 戸（前期比 594 戸増、129.7%増）の引渡しを行ったことにより、営業収益は前期比 26,454 百万円の増収となった。

営業利益については、「棚卸資産の評価に関する会計基準」適用による影響額約 1,900 百万円を計上したものの、営業収益の増収に加え、マンション分譲事業の利益率が改善したことなどにより、増益となった。

その他

営業収益 18,930 百万円（前期比 4,293 百万円減、18.5%減）、営業利益 1,580 百万円（同 1,510 百万円減、48.9%減）となった。

工事進行基準を適用している「大手町フィナンシャルシティ ノースタワー」の竣工し、工事進捗に伴う収益計上が期中で終了したことから、2012 年 3 月期と比べ小さかった。

2012 年 3 月期

2012 年 3 月期の業績は、営業収益 136,842 百万円（前期比 8,851 百万円減、6.1%減）、営業利益 25,365 百万円（同 1,040 百万円増、4.3%増）、経常利益 19,229 百万円（同 674 百万円増、3.6%増）となった。また、当期純利益は 15,586 百万円（同 6,278 百万円増、67.5%増）となった。2011 年 12 月 2 日付で、法人税率見直しに関連する法律が公布された影響により、当期純利益が 5,945 百万円増加した。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

不動産賃貸事業
営業収益 91,069 百万円（前期比 1,538 百万円減、1.7%減）、営業利益 27,482 百万円（同 1,743 百万円減、6.0%減）となった。

営業収益の前期比 1,538 百万円減の内訳は、2010 年 10 月に竣工したアーバンネット四条烏丸ビルの通期寄与や当期に竣工したアーバンネット天神ビルなどの賃料収入等の増加が約 1,500 百万円の増収要因となった。一方、賃料改定等による既存物件の減収が約 2,900 百万円の減収要因となった。

2012 年 3 月末時点の都心 5 区の空室率は 2.0%と、2011 年 3 月末比で 1.6 ポイント改善した。全国の空室率は 5.4%と、2011 年 3 月末比で 0.3 ポイント改善した。

NOI は全国で 54,318 百万円（前期比 2,404 百万円減、4.2%減）となった。首都圏においては既存ビルの減収等により NOI は減少し、34,061 百万円（同 1,533 百万円減、4.3%減）となった。地方都市部においてはアーバンネット内本町ビル（大阪府大阪市）、アーバンネット天神ビル（福岡県福岡市）等の竣工があったものの、20,257 百万円（同 871 百万円減、4.1%減）となった。

オフィスビルのアーバンネット内本町ビル（大阪府大阪市）、商業・オフィスビルのアーバンネット天神ビル（福岡県福岡市）およびホテル事業者が運営する UD 中洲ビル（福岡県福岡市）等が竣工した。

分譲事業
営業収益 28,484 百万円（前期比 13,240 百万円減、31.7%減）、営業利益 1,374 百万円（同 841 百万円増、158.0%増）となった。

分譲マンションの引渡戸数が、458 戸（前期比 258 戸減、36.0%減）となったことに加え、宅地分譲等が減少したことなどにより、営業収益は前期比 13,240 百万円の減収となった。

営業利益については、「棚卸資産の評価に関する会計基準」適用による影響額約 1,100 百万円を計上したものの、マンション分譲事業の利益率が改善したことなどにより、前期比 841 百万円の増益となった。

その他
営業収益 23,223 百万円（前期比 6,840 百万円増、41.8%増）、営業利益 3,090 百万円（同 1,877 百万円増、154.9%増）となった。

工事進行基準を適用している「大手町フィナンシャルシティ ノースタワー」の収益計上等による。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

2011 年 3 月期

2011 年 3 月期の業績は、営業収益 145,693 百万円（前期比 3,530 百万円減、2.4%減）、営業利益 24,324 百万円（同 8,195 百万円増、50.8%増）、経常利益 18,554 百万円（同 8,339 百万円増、81.6%増）となった。資産除去債務会計基準適用に伴う影響額や東日本大震災による損失を特別損失に計上したことなどにより、当期純利益は 9,307 百万円（同 3,190 百万円増、52.2%増）となった。

不動産賃貸事業
営業収益 92,608 百万円（前期比 5,484 百万円減、5.6%減）、営業利益 29,226 百万円（同 2,295 百万円減、7.3%減）となった。

営業収益の前期比 5,484 百万円減の内訳は、2009 年 4 月に竣工した JA ビルおよび経団連会館の通期寄与や当期に取得した住友商事名古屋ビルの新規稼働などの賃料収入の増加が約 2,100 百万円の増収要因となった。一方、賃料改定や、空室の影響などによる既存物件の減収が約 4,200 百万円、2010 年 3 月期に実施した物件売却の影響による減収が約 3,400 百万円の減収要因となった。

2011 年 3 月末時点の都心 5 区の空室率は 3.6%と、2010 年 3 月末比で 2.9 ポイント改善した。全国の空室率は 5.7%と、2010 年 3 月末比で 0.7 ポイント改善した。

NOI は全国で 56,722 百万円（前期比 4,758 百万円減、7.7%減）となった。首都圏においては、JA ビル、経団連会館（東京都千代田区）等の前期に竣工した物件の賃料収入があったものの、既存物件の賃料収入が減少したことや前期に実施した物件売却の影響などにより、NOI は減少し、35,594 百万円（同 3,994 百万円減、10.1%減）となった。地方都市部においても、アーバンネット四条烏丸ビル（京都府京都市）の竣工があったものの、既存ビルの減収等により、21,128 百万円（同 763 百万円減、3.5%減）となった。

アーバンネット四条烏丸ビル（京都府京都市）等が竣工した。

分譲事業
営業収益 41,725 百万円（前期比 81 百万円増、0.2%増）、営業利益 533 百万円（前期は 10,498 百万円の営業損失）となった。

分譲マンションの引渡戸数が、過年度竣工物件を含め合計で 717 戸（前期比 127 戸減、15.1%減）となったものの、販売単価が上昇したことなどにより、営業収益は前期比 81 百万円増となった。

営業利益については、マンション分譲事業の利益率が改善したこと、「棚卸資産の評価に関する会計基準」適用による影響額 2,100 百万円を計上したものの前期より減少したこと、土地

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

の売却などがあったことから、前期比 11,031 百万円増となった。

その他
営業収益 16,383 百万円（前期比 1,829 百万円増、12.6%増）、営業利益 1,212 百万円（同 146 百万円減、10.8%減）となった。

2010 年 3 月期

2010 年 3 月期の業績は、営業収益 149,224 百万円（前期比 4,947 百万円増、3.4%増）、営業利益 16,129 百万円（同 9,114 百万円減、36.1%減）、経常利益 10,215 百万円（同 9,288 百万円減、47.6%減）となった。固定資産売却益 17,628 百万円の特別利益への計上、繰延税金資産の取崩しの影響 5,051 百万円による法人税等調整額の増加等により、当期純利益は 6,116 百万円（同 9,873 百万円減、61.7%減）となった。

不動産賃貸事業
営業収益 98,092 百万円（前期比 1,835 百万円減、1.8%減）、営業利益 31,521 百万円（同 4,038 百万円減、11.4%減）となった。

営業収益の前期比 1,835 百万円減の内訳は、新規竣工物件等が約 3,100 百万円の増収要因となった。一方、既存物件で、空室の増加や賃料引き下げなどにより約 2,900 百万円の減収となった他、前期に実施した資産売却の影響が約 1,900 百万円の減収要因となった。

2010 年 3 月末において、都心 5 区の空室率は 6.5%と、2009 年 3 月末比で 3.7 ポイント上昇した。全国の空室率は 6.4%と、2009 年 3 月末比で 3.3%上昇した。

NOI は全国で 61,480 百万円（前期比 2,796 百万円減、4.4%減）となった。首都圏においては、JA ビル、経団連会館（東京都千代田区）等の竣工があったものの、既存物件の賃料収入の減少等により、NOI は減少し、39,589 百万円（同 1,449 百万円減、3.5%減）となった。地方都市部においても、既存ビルの減収等により、21,891 百万円（同 1,346 百万円減、5.8%減）となった。

大手町一丁目地区第一種市街地再開発事業（東京都千代田区）による JA ビル、経団連会館、アーバンネット勾当台ビル（宮城県仙台市）等が竣工した。

分譲事業
営業収益 41,643 百万円（前期比 8,955 百万円増、27.4%増）、営業損失 10,498 百万円（同 6,018 百万円の営業損失）となった。

分譲マンションの引き渡し戸数が 843 戸（前期比 280 戸増、49.7%増）となったことや、土地売却収入を計上したことなどにより、営業収益は前期比 8,955 百万円の増収となった。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

営業利益については、「棚卸資産の評価に関する会計基準」適用による影響額 12,732 百万円を営業原価に計上したことなどにより、営業損失が拡大した。

その他の事業
営業収益 14,553 百万円（前年同期比 2,071 百万円減、12.5%減）、営業利益 1,358 百万円（同 141 百万円減、9.4%減）となった。

2009 年 3 月期

2009 年 3 月期の業績は、営業収益 144,277 百万円（前期比 6,070 百万円増、4.4%増）、営業利益 25,244 百万円（同 3,474 百万円減、12.1%減）となった。また、営業外収益における持分法による投資利益の減及び負ののれんの償却に伴う増収、ならびに営業外費用における支払利息の増等により、経常利益は 19,504 百万円（同 6,692 百万円減、25.5%減）となり、固定資産売却益を特別利益に計上したこと等により、当期純利益は 15,989 百万円（同 1,231 百万円増、8.3%増）となった。

不動産賃貸事業
営業収益 99,928 百万円（前期比 10,011 百万円増、11.1%増）、営業利益 35,560 百万円（同 9,535 百万円増、36.6%増）となった。

ユーディーエックス特定目的会社の連結子会社化による影響の他、新規取得物件の賃料収入、既存物件の賃料更改等により、増収増益となった。

2009 年 3 月末において、都心 5 区の空室率は 2.8%と、2008 年 3 月末比で 2.3 ポイント上昇した。全国の空室率は 3.1%と、2008 年 3 月末比で 1.1%改善した。

NOI は全国で 64,277 百万円（前期比 11,528 百万円増、21.9%増）となった。首都圏においては、秋葉原 UDX（東京都千代田区）を保有するユーディーエックス特定目的会社の連結子会社化の影響、トレードピア淀屋橋（大阪府大阪市）等の新規取得物件の賃料収入、ならびにアーバンネット大手町ビル（東京都千代田区）や大手町ファーストスクエア（東京都千代田区）等の東京都心部を中心とした既存物件の賃料収入の増加等により、41,038 百万円（同 10,892 百万円増、36.1%増）となった。地方都市部においては、前期に取得した新規物件の賃料収入の増加により、23,238 百万円（同 636 百万円増、2.8%増）となった。

分譲事業
営業収益 32,688 百万円（前期比 5,726 百万円減、14.9%減）、営業損失 6,018 百万円（前期は 6,593 百万円の営業利益）となった。

分譲マンションの引き渡し戸数が 563 戸（前期比 62 戸減、9.9%減）となったことにより、

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

営業収益は前期比 5,726 百万円の減収となった。

営業利益については、マンション分譲市況の低迷により販売が長期化したことから、「棚卸資産の評価に関する会計基準」適用による影響額 7,932 百万円を営業原価に計上したことなどにより、営業損失となった。

その他の事業

営業収益 16,624 百万円（前年同期比 2,778 百万円増、20.1%増）、営業利益 1,500 百万円（同 526 百万円増、54.0%増）となった。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

貸借対照表

貸借対照表　（百万円）	07年3月期 連結	08年3月期 連結	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
資産								
現金及び預金	2,057	9,577	8,954	9,601	10,270	9,924	12,148	18,313
受取手形及び営業未収入金	6,271	6,009	5,167	14,403	6,458	15,480	13,786	18,058
たな卸資産	82,745	122,660	128,316	81,593	80,613	94,206	87,684	78,497
その他	3,780	11,791	6,010	19,603	16,421	10,331	18,225	10,483
流動資産合計	**94,853**	**150,037**	**148,447**	**125,200**	**113,762**	**129,941**	**131,843**	**125,351**
建物	312,244	369,152	350,767	337,061	329,385	324,196	339,176	320,087
機械装置及び運搬具	3,420	3,072	2,614	2,418	2,132	2,039	2,131	1,831
土地	101,723	333,183	378,620	395,698	400,206	401,361	409,130	472,133
建設仮勘定	14,083	246	9,359	6,624	9,718	17,503	7,012	14,099
その他の固定資産	3,283	3,717	3,767	4,069	3,824	3,664	3,458	2,885
有形固定資産合計	**434,753**	**709,370**	**745,127**	**745,870**	**745,265**	**748,763**	**760,907**	**811,035**
投資有価証券	20,422	14,637	16,391	17,535	21,150	20,656	19,056	19,986
長期前払費用	20,070	19,630	18,920	18,410	17,982	17,308	16,765	16,176
繰延税金資産	3,301	97	50	332	373	397	422	394
その他	6,745	4,735	4,376	5,961	6,990	6,908	6,301	7,136
投資その他の資産合計	**50,538**	**39,099**	**39,737**	**42,238**	**46,495**	**45,269**	**42,544**	**43,692**
無形固定資産合計	**1,703**	**1,817**	**3,338**	**3,416**	**4,969**	**4,562**	**5,756**	**5,427**
固定資産合計	**486,995**	**750,287**	**788,202**	**791,525**	**796,729**	**798,595**	**809,207**	**860,155**
資産合計	**581,848**	**900,325**	**936,650**	**916,725**	**910,492**	**928,537**	**941,050**	**985,507**
負債								
支払手形及び営業未払金	21,714	28,139	9,052	6,287	8,083	13,175	10,742	11,850
短期借入金	7,842	-	25,798	-	-	-	10,321	473
1年内返済予定の長期借入金	26,261	45,190	41,979	44,339	67,360	48,712	56,041	57,412
1年内償還予定の社債	9,300	11,611	5,109	2,861	1,611	1,611	62,123	-
その他	31,039	42,466	34,834	31,486	27,768	25,229	38,212	31,286
流動負債合計	**96,156**	**127,406**	**116,772**	**84,973**	**104,822**	**88,727**	**177,439**	**101,021**
社債	32,992	88,563	107,185	115,318	123,704	137,091	84,971	100,967
長期借入金	216,673	296,482	331,003	329,163	295,102	318,389	292,533	348,400
繰延税金負債	-	56,973	60,403	70,854	68,644	60,305	61,116	63,841
受入敷金保証金	105,230	108,792	97,857	92,434	88,081	82,437	74,628	69,694
負ののれん	-	38,530	34,032	32,234	30,186	28,402	26,617	22,935
その他	5,627	5,609	5,804	6,210	9,169	9,458	9,910	50,056
固定負債合計	**360,522**	**594,949**	**636,284**	**646,213**	**614,886**	**636,082**	**549,775**	**655,893**
負債合計	**456,679**	**722,356**	**753,056**	**731,187**	**719,709**	**724,810**	**727,215**	**756,915**
純資産								
資本金	48,760	48,760	48,760	48,760	48,760	48,760	48,760	48,760
資本剰余金	34,109	34,109	34,109	34,109	34,109	34,109	34,109	34,109
利益剰余金	41,925	53,392	65,103	67,270	72,628	84,265	91,402	97,150
少数株主持分	77	41,573	35,443	35,305	35,248	37,714	37,614	42,975
純資産合計	**125,169**	**177,969**	**183,593**	**185,537**	**190,783**	**203,727**	**213,835**	**228,591**
運転資金	67,302	100,530	124,431	89,709	78,988	96,511	90,728	84,705
有利子負債合計	293,068	441,846	511,074	491,681	487,777	505,803	505,989	507,252
ネット・デット	291,011	432,269	502,120	482,080	477,507	495,879	493,841	488,939

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

資産

不動産賃貸が主要事業であるため、資産の約８割が有形固定資産である。

流動資産

流動資産の主要項目は棚卸資産（主に販売用不動産、仕掛販売用不動産）である。

Ÿ　販売用不動産：分譲事業における販売用不動産の完成在庫の他、不動産賃貸事業の設備

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

に関して、長期保有から売却に保有目的の変更があった場合には、固定資産から棚卸資産に振り替える会計方針を採っている。その結果、不動産賃貸事業の設備の売却損益は営業利益段階で計上される。

Ÿ　仕掛販売用不動産：分譲事業における施工中のマンションを計上。

有形固定資産

有形固定資産では、建物及び構築物、土地、建設仮勘定が主要項目である。

Ÿ　建物及び構築物：不動産賃貸事業の設備（ビル）が主な建物及び構築物である。同社は、定率法を採用しており、建物及び構築物は耐用年数15～50年で減価償却をしている。ただし、NTT幕張ビル、グランパーク及びNTTクレド基町ビル並びに1998年4月以降に取得した建物については定額法を採用している。

> 平成 19 年度の税制改正の結果、建物（鉱業用減価償却資産等を除く。以下同じ。）の償却の方法については、平成 19 年 4 月 1 日以後に取得をされたものは定額法、平成 10 年 4 月 13 日から平成 19 年 3 月 31 日までの間に取得をされたものは旧定額法、平成 10 年 3 月 31 日以前に取得をされたものは旧定額法又は旧定率法によることとなっている。

Ÿ　土地：前述の通り、同社はNTT社の現物出資により設立され、その後の合併においても資産を簿価で引き継いだことから、2006年3月期における土地の貸借対照表計上額は76,374百万円であった。2007年3月期以降に同社独自で土地を取得し、開発を行ったことから、2014年３月期における土地の貸借対照表計上額は472,133百万円にまで増加した。なお、同社によれば、2014年３月期の土地の含み益は404,100百万円であるという。

負債

負債の主な項目は有利子負債、受入敷金保証金である。

有利子負債

2014 年 3 月期において、有利子負債が負債の約 8 割を占めた。そのうち、社債、長期借入金などの長期有利子負債が有利子負債の約 9 割であった。同社によれば、社債と借入金の割合に定めはなく、調達時点での金融環境等を総合的に勘案し、資金調達手段を決定しているという。

社債に関しては、格付け情報センターから長期債格付けＡ+、短期債格付 a-1 を取得しており、利率 0.9～2.0%で調達している。

同社は中期ビジョンにおいて財務コントロールの徹底を課題として挙げており、有利子負債/EBITDA 倍率を財務目標として設定している。有利子負債/EBITDA 倍率は 2010 年 3 月期の 11.8 倍をピークに低下傾向にあり、2014 年 3 月期の 9.2 倍であった。

受入敷金保証金

受入敷金保証金は 2014 年 3 月期において負債の 9.2%を占めた。テナントの退去時に返還

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

する契約となっている。

負ののれん

2008 年 3 月期にユーディ―エックス特定目的会社を連結子会社化したことにより、負ののれん 38,500 百万円を計上した。負ののれんに関しては、20 年間の定額法により償却を行っており、営業外収益に負ののれん償却額として計上している。

純資産

純資産の変動は、当期純利益の内部留保による利益剰余金の増加、少数株主利益による少数持分の増減による。

少数株主持分は、2008 年 3 月期は、ユーディ―エックス特定目的会社の連結子会社化に伴い 41,495 百万円増加、2009 年 3 月期にユーディ―エックス特定目的会社の優先出資の追加取得に伴い 6,129 百万円減少した。2014 年 3 月期には、ユーディ―エックス特定目的会社の持ち分売却に伴い 5,360 百万円増加した。

キャッシュフロー計算書

キャッシュフロー計算書（百万円）	07年3月期 連結	08年3月期 連結	09年3月期 連結	10年3月期 連結	11年3月期 連結	12年3月期 連結	13年3月期 連結	14年3月期 連結
営業活動によるキャッシュフロー (1)	-5,076	5,700	-12,091	35,168	40,417	3,704	48,089	51,870
投資活動によるキャッシュフロー(2)	-32,995	-77,893	-57,397	6,695	-28,257	-23,033	-39,885	-37,962
FCF (1+2)	-38,071	-72,193	-69,488	41,863	12,160	-19,329	8,204	13,908
財務活動によるキャッシュフロー	20,823	85,038	63,079	-30,028	-14,641	12,650	-6,660	-8,656
減価償却費及びのれん償却費 (A)	23,657	23,246	23,836	23,722	21,603	22,980	21,981	22,849
設備投資 (B)	-43,117	-74,892	-66,225	-22,231	-24,533	-24,305	-40,689	-66,911
運転資金増減 (C)	33,957	33,228	23,901	-34,722	-10,721	17,523	-5,783	-6,023
単純ＦＣＦ (NI+A+B-C)	-40,422	-70,116	-50,301	42,329	17,098	-3,262	-852	-26,696

出所：会社データよりSR社作成

*表の数値が会社資料とは異なる場合があるが、四捨五入により生じた相違であることに留意。

営業活動によるキャッシュフロー

営業活動によるキャッシュフローは、当期純利益、減価償却費に加え、不動産賃貸業における固定資産の売却損益、受入敷金保証金の増減額、分譲事業における棚卸資産（販売用不動産及び仕掛販売用不動産）の増減の影響を大きく受ける。

> 固定資産の売却に伴う損益は、固定資産売却益がキャッシュフローのマイナス、固定資産売却損がキャッシュフローのプラス項目として計上される。固定資産の売却に伴う資金流入は投資活動によるキャッシュフローにおける有形固定資産の売却による収入に全額が計上される。一方、税金等調整前当期純利益には固定資産売却損益が含まれるため、キャッシュフロー計算書の作成時には固定資産売却益/損を減算/加算することが理由である。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

投資活動によるキャッシュフロー

投資活動によるキャッシュフローは有形固定資産の取得による支出、有形固定資産の売却による収入の影響を大きく受ける。

2008 年 3 月期に投資活動によるキャッシュフローが大きくマイナスとなっている理由は、大阪駅北口先行開発区域（グランフロント大阪）や大手町一丁目第一種市街地再開発事業等の有形固定資産の取得 74,892 百万円に加え、ユーディ―エックス特定目的会社の優先出資証券の追加取得による関係会社有価証券の取得 10,810 百万円による。

2009 年 3 月期に投資活動によるキャッシュフローが大きくマイナスとなっている理由は、トレードピア淀屋橋の土地建物取得 19,515 百万円、千代田区神田における土地 16,004 百万円の取得、大手町一丁目第一種市街地再開発事業 8,385 百万円の投資等による。

財務活動によるキャッシュフロー

有形固定資産の取得に伴う有利子負債の増減により変動する。

上記の投資活動によるキャッシュフローの変動による資金需要に伴い、2008 年 3 月期、2009 年 3 月期に 148,000 百万円の資金を調達した。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

その他情報

沿革

設立時から 2005 年

同社は、NTT 社が民営化された翌年の 1986 年 1 月に、NTT 社が保有している遊休土地の利活用を目的とする不動産会社として設立された。設立時に NTT 社の保有する土地・建物の現物出資を受けたため、同社は簿価が時価を大きく下回る物件を多く有する。

設立から 1990 年代にかけて、主に NTT 社から現物出資で取得した簿価の低い不動産の開発および再開発を続けることで、同社は自社の不動産を拡大した。具体的にはアーバンネット大手町ビル（1990 年 6 月竣工）、大手町ファーストスクエア（1992 年 2 月竣工）などが挙げられる。

また、NTT 社は、同社と同様の目的・手法で全国の各地域に複数の不動産会社を設立したが、同社はこれらの会社を吸収合併しながら、資産規模を拡大した。特に 1999 年 4 月には、全国 5 カ所（札幌、名古屋、大阪、広島および福岡）に設立されていた不動産会社を吸収合併した。同社は、合併時にそれぞれの子会社が NTT 社から現物出資で取得していた簿価の低い地方の不動産を再び取得した。具体的には、NTT クレド岡山ビル、NTT クレド基町ビル、NTT-T ビルなどの地方の主要物件を合併により取得した。

2005 年 9 月にアーバンネット名古屋ビルが竣工した後は、NTT 社から譲り受けた不動産の開発または再開発が一巡した。2006 年以降は、同社が新たに不動産を取得し、開発もしくは再開発を行なっている。

2006 年以降

2006 年以降は、中規模のビル開発に加え、入札による再開発・再開発事業への参加により、複数の大規模ビルの開発を手掛けている。具体的には、2006 年 1 月竣工の秋葉原 UDX、2009 年 4 月竣工の JA ビル・経団連会館、2012 年竣工の大手町フィナンシャルシティノースタワー、2013 年 3 月竣工のグランフロント大阪があげられる。

また、2015 年 2 月には、品川シーズンテラスが竣工予定であるほか、2018 年 5 月竣工予定の大手町二丁目地区第一種市街地再開発事業に共同施行者として参画している。

さらに、2009 年 10 月に英国ロンドンに現地法人設立して以降、2011 年 9 月に豪州、2013 年 10 月に米国、2014 年 4 月にシンガポール駐在員事務所を設立し、海外展開を積極化している。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

1986 年 1 月	NTT 社の保有している不動産の有効活用を目的とした NTT 社の 100%子会社として、エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社設立（資本金 3,043 百万円）
1987 年 6 月	第一号賃貸用物件としてアーバンネット麹町ビルが竣工
1988 年 9 月	グランパークビル・タワー棟への熱供給事業を目的として、㈱ディ・エイチ・シー・東京を設立
1988 年 10 月	エヌ・ティ・ティ建物㈱を吸収合併
1990 年 6 月	アーバンネット大手町ビルが竣工
1991 年 6 月	大手町ファーストスクエアビルのビル管理事業を目的として、㈱大手町ファーストスクエアを設立
1992 年 2 月	大手町ファーストスクエアビルⅠ期竣工
1993 年 4 月	エヌ・ティ・ティ・アクティフ㈱、㈱エヌ・ティ・ティ・クレイスを吸収合併
1993 年 6 月	NTT 幕張ビルが竣工
1994 年 2 月	エヌ・ティ・ティ・エステート㈱を吸収合併
1994 年 10 月	エヌ・ティ・ティ・エステート㈱の吸収合併により、エヌ・ティ・ティ・エステート㈱の保有していた㈱ノックストゥエンティワンの株式取得
1994 年 10 月	東京オペラシティビルのビル管理事業を目的として、東京オペラシティビル㈱を設立
1995 年 7 月	東京オペラシティビル（オフィス棟）が竣工
1995 年 8 月	グランパークビルが竣工
1996 年 5 月	大手町ファーストスクエアビルⅡ期竣工
1999 年 4 月	エヌ・ティ・ティ東海不動産㈱、エヌ・ティ・ティ関西建物㈱、㈱エヌ・ティ・ティ・クレド、 エヌ・ティ・ティ九州不動産㈱、㈱エヌ・ティ・ティ・ティ北海道エステートを吸収合併
2000 年 6 月	同社の不動産に係わる建築物・建築設備の設計・施工・工事監理および管理運営事業を目的として、エヌ・ティ・ティ都市開発ビルサービス㈱を設立
2001 年 11 月	「秋葉原 1 街区および 3 街区」の売払い公募への応募に向けたビークルとして鹿島建設とともに ユーディーエックス特定目的会社を設立
2002 年 2 月	「秋葉原 1 街区および 3 街区」の売払い公募に、ダイビルおよび鹿島建設と共同して応募し当選
2003 年 8 月	（秋葉原 3 街区）秋葉原 UDX ビル（仮称）着工
2004 年 10 月	アーバンネット札幌ビルが竣工
2004 年 11 月	東京証券取引所市場第一部に株式を上場
2005 年 9 月	アーバンネット名古屋ビルが竣工
2006 年 1 月	秋葉原 UDX が竣工
2006 年 12 月	NTT 都市開発西日本 BS㈱を設立
2008 年 3 月	秋葉原 UDX を開発・保有するユーディーエックス特定目的会社を連結子会社化
2009 年 4 月	JA ビル・経団連会館が竣工
2009 年 10 月	英国における不動産への投資および運用を目的として、UD EUROPE LIMITED

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

	を設立
2010 年 5 月	プレミア・リート・アドバイザーズ㈱（現・連結子会社）の株式取得
2011 年 8 月	アーバンネット天神ビルが竣工
2011 年 9 月	豪州における不動産への投資および運用を目的として、UD AUSTRALIA PTY LIMITED を設立
2012 年 7 月	アーバンネット神田ビルが竣工
2012 年 10 月	大手町フィナンシャルシティ ノースタワーが竣工
2013 年 3 月	グランフロント大阪が竣工
2013 年 10 月	米国における不動産への投資および運用を目的として、UD USA Inc.を設立

大株主

大株主上位10名	持株比率
日本電信電話株式会社	67.30%
日本トラスティ・サービス信託銀行株式会社（信託口）	2.39%
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	2.27%
ザ バンク オブ ニューヨーク － ジャスディック トリーティー アカウント （常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部）	1.03%
RBC IST OMUNIBUS 15.315 PCT NON LENDING ACCOUNT （常任代理人 シティバンク銀行株式会社）	0.93%
ザ バンク オブ ニューヨーク 133522 （常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部）	0.78%
ゴールドマン・サックス・アンド・カンパニーレギュラーアカウント （常任代理人ゴールドマン・サックス証券株式会社）	0.65%
ステート ストリート バンク アンド トラスト カンパニー 505223 （常任代理人 株式会社みずほ銀行決済営業部）	0.56%
モルガンスタンレーアンドカンパニーエルエルシー （常任代理人 モルガン・スタンレーＭＵＦＧ証券株式会社）	0.54%
RBC ISB A/C DUBNON RESIDENT - TREATY RATE （常任代理人 シティバンク銀行株式会社）	0.50%

出所：会社資料よりSR社作成

（2014 年 3 月末現在）

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

株主還元

同社は、長期的かつ安定的な利益還元に努めるとともに、将来の企業価値向上を図るための必要な原資として内部留保の拡充を図ることを基本方針としている。内部留保資金については、企業価値の向上に資する今後の開発のための優良な不動産への投資に充当することとしている。

2015 年 3 月期期の配当予想は、年間配当額として 1 株当たり 16 円を予定している。

トップ経営者

牧貞夫氏
1952 年 8 月生まれ。須坂小学校、相森中学校、長野高等学校を経て東京大学経済学部を 1975 年に卒業。電電公社に入社、広島、新潟、北海道、熊本など全国各地に赴任、また 1979～81 年には、アメリカのシカゴ大学ビジネススクールに留学。2010 年 6 月 NTT コミュニケーションズ代表取締役副社長。2012 年 6 月同社代表取締役社長。

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

主要物件

撮影：三輪晃久写真研究所

① アーバンネット大手町ビル

所在地　東京都千代田区
土地面積　9,361㎡
延床面積　117,618㎡
規模　地上 22 階 地下 5 階
竣工　1990 年 6 月

撮影：フォワードストローク

⑤ 秋葉原 UDX

所在地　東京都千代田区
土地面積　11,548㎡
延床面積　155,629㎡
規模　地上 22 階 地下 3 階
竣工　2006 年 1 月

※連結子会社の特定目的会社（SPC）が所有する物件です。

撮影：ナカサ アンド パートナー

② 大手町ファーストスクエア

所在地　東京都千代田区
土地面積　6,236㎡（当社所有持分）
延床面積　54,284㎡（当社所有持分）
規模　地上 23 階 地下 5 階（ウエストタワー）、地上 23 階 地下 4 階（イーストタワー）
竣工　1992 年 2 月（ウエストタワー）、1997 年 5 月（イーストタワー）

撮影：門馬金昭写真事務所

⑥ シーバンス N 館

所在地　東京都港区
土地面積　13,144㎡
延床面積　78,488㎡
規模　地上 24 階 地下 2 階
竣工　1991 年 1 月

③ JA ビル・経団連会館

所在地　東京都千代田区
土地面積　1,506㎡（当社所有持分、JA ビル・経団連会館合計）
延床面積　26,517㎡（当社所有持分、JA ビル・経団連会館合計）
規模　地上 37 階 地下 3 階（JA ビル）、地上 23 階 地下 4 階（経団連会館）
竣工　2009 年 4 月

撮影：三輪晃久写真研究所

⑦ グランパークタワー

所在地　東京都港区
土地面積　12,092㎡（当社所有持分、タワー・ハイツ全体）
延床面積　117,659㎡（当社所有持分、タワー・ハイツ全体）
規模　地上 34 階 地下 4 階
竣工　1996 年 10 月

④ 大手町フィナンシャルシティ ノースタワー

所在地　東京都千代田区
土地面積　約 14,100㎡（ノースタワー・サウスタワー全体）
延床面積　約 110,000㎡（ノースタワー全体）
規模　地上 31 階 地下 4 階
竣工　2012 年 10 月

⑧ 東京オペラシティ

所在地　東京都新宿区
土地面積　3,831㎡（当社所有持分）
延床面積　33,086㎡（当社所有持分）
規模　地上 54 階 地下 4 階
竣工　1996 年 7 月

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

企業概要

企業正式名称	本社所在地
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社	〒101-0021 東京都千代田区外神田 4-14-1 秋葉原 UDX
代表電話番号	**上場市場**
03-6811-6300	東証 1 部
設立年月日	**上場年月日**
1986 年 1 月 21 日	2004 年 11 月 4 日
HP	**決算月**
http://www.nttud.co.jp/	3 月
IR コンタクト	**IR ページ**
	http://www. http://ir.nttud.co.jp/
IR メール	**IR 電話**

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved

会社概要

株式会社シェアードリサーチは今までにない画期的な形で日本企業の基本データや分析レポートのプラットフォーム提供を目指しています。さらに、徹底した分析のもとに顧客企業のレポートを掲載し随時更新しています。

SR社の現在のレポートカバレッジは次の通りです。

アートスパークホールディングス株式会社
あい ホールディングス株式会社
アクリーティブ株式会社
株式会社アクセル
アズビル株式会社
アズワン株式会社
アニコムホールディングス株式会社
株式会社アバンショップホールディングス
アンジェスMG株式会社
アンリツ株式会社
イオンディライト株式会社
株式会社イエローハット
株式会社伊藤園
株式会社インテリジェント　ウェイブ
株式会社インフォマート
株式会社エス・エム・エス
SBSホールディングス株式会社
エヌ・ティ・ティ都市開発株式会社
エレコム株式会社
エン・ジャパン株式会社
株式会社オンワードホールディングス
株式会社ガリバーインターナショナル
キヤノンマーケティングジャパン株式会社
KLab株式会社
グランディハウス株式会社
株式会社クリーク・アンド・リバー社
ケネディクス株式会社
株式会社ゲームカード・ジョイコホールディングス
ケンコーコム株式会社
コムシスホールディングス株式会社
株式会社ザッパラス
サトーホールディングス株式会社
株式会社サニックス
株式会社サンリオ
Jトラスト株式会社
株式会社じげん
GCAサヴィアン株式会社
シップヘルスケアホールディングス株式会社
株式会社ジェイアイエヌ
ジャパンベストレスキューシステム株式会社
シンバイオ製薬株式会社
スター・マイカ株式会社
株式会社スリー･ディー･マトリックス
ソースネクスト株式会社
株式会社ダイセキ
株式会社高島屋
タキヒヨー株式会社
株式会社多摩川ホールディングス
株式会社チヨダ
DIC株式会社
株式会社デジタルガレージ
株式会社TOKAIホールディングス
株式会社ドリームインキュベータ
株式会社ドンキホーテホールディングス
内外トランスライン株式会社
ナノキャリア株式会社
長瀬産業株式会社
日進工具株式会社
日本駐車場開発株式会社
日本エマージェンシーアシスタンス株式会社
株式会社ハーモニック・ドライブ・システムズ
伯東株式会社
株式会社ハーツユナイテッドグループ
株式会社ハピネット
ビジョン株式会社
フィールズ株式会社
株式会社フェローテック
フリービット株式会社
株式会社ベネフィット・ワン
株式会社ベリテ
株式会社ベルパーク
松井証券株式会社
株式会社マックハウス
株式会社 三城ホールディングス
株式会社ミライト・ホールディングス
株式会社メディネット
株式会社夢真ホールディングス
株式会社ラウンドワン
リゾートトラスト株式会社
株式会社良品計画
レーザーテック株式会社
株式会社ワイヤレスゲート

※投資運用先銘柄に関するレポートをご所望の場合は、弊社にレポート作成を委託するよう
各企業に働きかけることをお勧めいたします。また、弊社に直接レポート作成をご依頼頂くことも可能です。

ディスクレーマー

本レポートは、情報提供のみを目的としております。投資に関する意見や判断を提供するものでも、投資の勧誘や推奨を意図したものでもありません。SR Inc.は、本レポートに記載されたデータの信憑性や解釈については、明示された場合と黙示の場合の両方につき、一切の保証を行わないものとします。SR Inc.は本レポートの使用により発生した損害について一切の責任を負いません。
本レポートの著作権、ならびに本レポートとその他Shared Researchレポートの派生品の作成および利用についての権利は、SR Inc.に帰属します。本レポートは、個人目的の使用においては複製および修正が許されていますが、配布・転送その他の利用は本レポートの著作権侵害に該当し、固く禁じられています。
SR Inc.の役員および従業員は、SR Inc.の調査レポートで対象としている企業の発行する有価証券に関して何らかの取引を行っており、または将来行う可能性があります。そのため、SR Inc.の役員および従業員は、該当企業に対し、本レポートの客観性に影響を与えうる利害を有する可能性があることにご留意ください。

金融商品取引法に基づく表示

本レポートの対象となる企業への投資または同企業が発行する有価証券への投資についての判断につながる意見が本レポートに含まれている場合、その意見は、同企業からSR Inc.への対価の支払と引き換えに盛り込まれたものであるか、同企業とSR Inc.の間に存在する当該対価の受け取りについての約束に基づいたものです。

連絡先

http://www.sharedresearch.jp
Email: info@sharedresearch.jp

株式会社シェアードリサーチ
東京都文京区千駄木 3-31-12
電話番号　(03) 5834-8787

Copyright (C) 2013 Shared Research Inc. All Rights Reserved